

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Escola de Lisboa

MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO

BENEFÍCIOS PRIVADOS DO CONTROLO SOCIETÁRIO

MIGUEL E. CANCELA DE ABREU

ORIENTAÇÃO:

PROF. DOUTOR PAULO OLAVO CUNHA

31 de março de 2013

ÍNDICE

I.	INTRODUÇÃO	5
II.	TEORIA DOS BENEFÍCIOS PRIVADOS DO CONTROLO SOCIETÁRIO	8
1.	Terminologia e Delimitação do Conceito	8
2.	Parmalat: um caso paradigmático de Benefícios Privados de Controlo	13
3.	Tipos de benefícios e o controlo como elemento necessário	14
4.	Estrutura dos mercados acionistas	27
5.	Oportunidade, âmbito e forma de limitar os Benefícios Privados do Controlo	33
III.	BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLO NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS	37
IV.	BALANÇO E CONCLUSÃO	48
	BIBLIOGRAFIA	52

I. INTRODUÇÃO

Em Direito Societário, é reconhecida a igualdade de tratamento dos sócios enquanto princípio fundamental. Princípio a verificar, em particular, em todos os actos da vida da sociedade que se relacionem com os respetivos sócios ou que tenham implicação na sua esfera jurídica.¹

Ao contrário do que acontece noutras ordens jurídicas, este princípio não se encontra consagrado de forma autónoma na nossa Lei. Ainda assim, a sua existência afigura-se pacífica e disso são prova certos preceitos que, de forma mais ou menos direta, lhe fazem alusão. Veja-se, a título de exemplo, o artigo 321.º (*igualdade de tratamento dos acionistas*) do Código das Sociedades Comerciais (CSC), relativo às aquisições e alienações de ações próprias por uma sociedade anónima e ainda, relativamente a sociedades abertas, os artigos 15.º, 112.º e 197.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM).^{2/3}

Com exceção das sociedades de sócio único, onde problemas desta ordem obviamente não surgem, o igual tratamento afere-se em relação à proporção da participação social e não à pessoa do sócio. Assim, participações sociais (que sejam compostas por ações da mesma categoria, no caso das sociedades anónimas⁴) que representem percentagens diferentes do capital da sociedade participarão, por exemplo, nos seus lucros e perdas nessa mesma proporção – artigo 22.º n.º 1 do CSC –, salvo preceito especial ou convenção em contrário.⁵

¹ PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª ed., Almedina, 2012, pp. 116-118 e 276-278.

² *Ibidem*; PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Almedina, 2011, pp. 554-555 e 647-650.

³ A este propósito, releva também o artigo 42.º da Segunda Diretiva CEE (*Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976*), que estabelece: “Para o efeito da implementação desta Diretiva, as leis do Estados-membros devem assegurar o igual tratamento a todos os acionistas que estejam na mesma posição.”

⁴ Artigo 302.º n.º 2 do CSC.

⁵ É neste pressuposto que são tomadas muitas decisões de investimento e que assentam algumas das mais populares teorias económicas, como a Teoria do Portfólio (*Portfolio Theory*) – que sugere que os investidores devem diversificar a sua carteira de ativos, detendo apenas uma pequena percentagem de ações de uma determinada empresa – e o modelo Modigliani & Miller – que sugere que a estrutura de capital (*debt/equity*) de uma empresa é irrelevante para o seu valor. Neste sentido, MICHAEL J. BARCLAY e CLIFFORD G. HOLDERNESS - *Private Benefits from Control of Public Corporations*, in *Journal of Financial Economics* 25 (1989) pp. 371-395, e RAFAEL LA PORTA, *et. al.*, *Investor protection and*

Será tendencialmente assim numa sociedade com o capital disperso, em que as participações sejam detidas por um mais ou menos vasto número de sócios, estando o poder último de condução da vida da sociedade bem repartido por uma multiplicidade de decisores. Como veremos, tal poderá não se verificar nos casos em que existe um desequilíbrio acentuado na dimensão das participações, *maxime* quando exista uma participação de controlo na sociedade.

Estudos empíricos têm vindo a demonstrar a existência de certos benefícios, direta ou indiretamente advenientes da atividade da sociedade, que não são partilhados por todos os sócios. Esses benefícios são aproveitados exclusivamente pelo sócio ou sócios que detêm o controlo da sociedade.⁶ A estas desigualdades que frequentemente existem entre os sócios de uma mesma sociedade é dado o nome de **Benefícios Privados do Controlo** (BPC).

Neste trabalho procuraremos expor uma sólida base teórica dos BPC, visando em primeiro lugar fixar a terminologia e o conceito, demonstrar a sua existência e algumas formas que podem assumir. Faremos corresponder os BPC ao valor do controlo e argumentaremos que o prémio de controlo não fornece uma estimativa dos mesmos, embora os reflita. Exporemos ainda as formas normalmente utilizadas para estimar o valor dos BPC.

Identificamos os BPC como relevante problema de *Corporate Governance*, apesar de não lhes ter sido dada até agora, em nossa opinião, a devida atenção. De facto, na sequência da exposição que faremos sobre a influência das famílias legais na concentração do capital acionista dos diversos países, estranhámos que muito pouco tenha sido escrito sobre este tema em Portugal, tendo em conta a sua importância no nosso mercado.

corporate governance, in *Journal of Financial Economics* 58, 2000, pp. 3-27. Para uma explicação pormenorizada destas teorias vd. RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS e ALAN J. MARCUS, *Fundamentals of Corporate Finance*, 5th ed., pp. 279 e ss. e 396 e ss..

⁶ Ao longo deste estudo designaremos por “sócio controlador” (na forma singular) quer o sócio que, sendo pessoa singular ou coletiva, seja representado por uma única entidade, quer o conjunto de sócios que pela sua proximidade, que pode ter origem, por exemplo, em laços familiares, afetivos ou até num acordo parassocial (art. 17.º do CSC) ou relação de grupo (art. 488.º e ss. do CSC), se comportem de forma análoga.

Neste sentido, faremos uma breve análise das características do mercado acionista português, na perspectiva que ao nosso estudo diz respeito, e analisaremos o teor daquelas que consideramos serem as normas do nosso ordenamento jurídico que mais limitam os BPC, bem como a sua oportunidade, tendo em consideração a posição adotada.

Concluiremos o presente estudo com um breve sumário da visão professada sobre o tema, embora afirmando que o interesse que se lhe reconhece merece um estudo mais aprofundado que não caberia na necessária economia deste texto.

II. TEORIA DOS BENEFÍCIOS PRIVADOS DO CONTROLO SOCIETÁRIO

1. Terminologia e Delimitação do Conceito

(i) Terminologia utilizada

A expressão Benefícios Privados do Controlo é a tradução direta e literal da expressão originária em inglês “*Private Benefits of Control*”, uma vez que esta teoria teve origem (ou, pelo menos, foi celebrizada) nos Estados Unidos da América.⁷ Devemos dizer que não concordamos totalmente com esta tradução. Nos sistemas de direito societário anglo-saxónicos o vocábulo “*private*” é comumente usado para qualificar as sociedades enquanto fechadas, por contraposição a “*public*”, significando sociedades abertas (“*public companies*”). Assim, a palavra “*private*” estará associada a algo que não está livremente acessível a todos, porque diversamente, se o estivesse, seria “*public*”⁸.

À luz do nosso direito, o vocábulo “privado” é em geral utilizado por contraposição a “público”, que significa “do Estado”. Por exemplo, empresas públicas não são sociedades abertas, mas empresas “*criadas e controladas por entidades jurídicas públicas*”⁹. Assim, consideramos que a tradução da palavra “*private*” para “privados” não é completamente feliz, nem ajuda a elucidar quanto ao que se pretende tratar. A sua substituição por “privativos” talvez pudesse ser mais adequada, na medida em que nos reportamos aos benefícios que são privativos (exclusivos) de apenas uma parte do capital social, pertencente ao sócio que detém o controlo efetivo da sociedade.

Ainda assim, por razões de harmonização com as referências já feitas a este tema em português, utilizaremos a expressão Benefícios Privados do Controlo ao longo de todo o trabalho.

⁷ Também é feita nestes moldes a tradução para português do Brasil, ficando “*benefícios privados de controle*”, e para Castelhana, ficando “*beneficios privados del control*”. Em português, apesar de ser geralmente traduzido para “benefícios privados de controlo”, preferiremos utilizar o determinante “do”, que melhor define que os benefícios são aproveitados por parte do controlo da sociedade. Também utiliza a expressão desta forma ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA - *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade - Por um Critério Unitário de Solução do "Conflito do Grupo"*, Almedina, 2012, §494 e ss..

⁸ PAULO CÂMARA, cit., pp. 501.º e ss.

⁹ DIOGO FREITAS DO AMARAL, *Curso de Direito Administrativo*, vol. I, 3ª ed., Almedina, 2008, p. 392.

(ii) *Delimitação do conceito*

Não existe uma definição rígida geralmente utilizada de BPC. Isto deve-se à multiplicidade de formas que pode assumir, dependendo apenas da criatividade e sofisticação de quem deles se aproveita. Assim, adotamos uma (necessariamente) ampla definição de BPC enquanto *vantagens obtidas pelos sócios que detêm o controlo da sociedade, pelo exercício do seu poder de direção, que não são aproveitadas pelos demais sócios*.

Os benefícios privados contrapõem-se, em primeira mão, aos benefícios partilhados, isto é, aqueles que aproveitam a todos os sócios e cujo eventual acréscimo resulta de uma superior gestão e monitorização da sociedade.¹⁰ Estes benefícios são aqueles que se traduzem no retorno para os acionistas, quer através de dividendos, quer pela valorização da empresa, que se reflete nas suas participações na respetiva proporção. Os benefícios partilhados obviamente não levantam problemas a este nível, pois a igualdade entre sócios é respeitada.

Neste estudo, concentrar-nos-emos apenas na análise dos problemas nas sociedades anónimas, uma vez que é nestas que a extração de benefícios privados mais se faz notar¹¹. As sociedades por quotas e as sociedades anónimas consideradas fechadas (por terem limitações à livre transmissibilidade das participações) têm um pendor mais subjetivo, pessoal e familiar.¹² Nestas, como se compreende, a extração de benefícios privados afigura-se menos relevante, quer porque são estes os tipos societários utilizados pela grande maioria das PME, onde a escala dos BPC que podem ser extraídos é mais reduzida, quer porque neste tipo de sociedades em geral os sócios

¹⁰ CLIFFORD G. HOLDERNESS, *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, FRBNY, *Economic Policy Review*, Abril de 2003, p.51.

¹¹ Ao longo deste estudo, utilizaremos o termo “extração” para designar a forma geral de obtenção de benefícios privados pelo sócio controlador. Ressalvamos, porém, que este termo pode, em certas situações, não ser o mais adequado para descrever a atuação daquele sócio. Imagine-se, por exemplo, as hipóteses da criação de um complexo esquema visando a obtenção de BPC (caso em que os benefícios serão construídos e não meramente extraídos), ou da simples receção dos benefícios, por efeito exclusivo da atividade do órgão de gestão da sociedade (caso em que não serão extraídos, mas meramente recebidos). Feita esta ressalva, utilizaremos o termo “extração” quer por uma questão de ordem prática, quer no sentido do alinhamento com os autores estrangeiros que utilizam o termo “*extraction*”.

¹² PAULO OLAVO CUNHA, cit., pp. 60-63.

têm uma relação mais próxima, o que constitui a principal razão da sua exclusão deste estudo.

É, portanto, nas sociedades anónimas, *maxime* nas sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, que a extração de BPC mais importa. Nestas sociedades, como à partida não existem limitações à transmissibilidade das participações sociais, nos termos do artigo 328.º n.º1 do CSC, verifica-se uma maior impessoalidade na relação entre os sócios, impessoalidade essa que tende a aumentar com a dispersão do capital por um maior número de acionistas e que atinge o expoente máximo em sociedades cotadas.

(iii) *Tunneling*

O conceito de “*tunneling*” é frequentemente utilizado para significar “expropriação”¹³ do acionista minoritário¹⁴. Este conceito foi originado para significar um conjunto de escândalos financeiros ocorridos na República Checa, durante a década de 1990, caracterizados pela expropriação dos acionistas minoritários. É metaforicamente definido como a subtração de ativos da empresa através de um túnel subterrâneo¹⁵. Está, portanto, proximamente relacionado com os BPC, encontrando neles uma ampla área de coincidência. Há até quem os defina como BPC de natureza pecuniária¹⁶. Os BPC que estudamos abarcam uma realidade mais abrangente do que o estrito conceito de *tunneling*, pelo que este não será utilizado na nossa análise.

¹³ Note-se que a palavra “expropriação”, utilizada ao longo de todo este estudo, não tem o significado jurídico de “expropriação”, mas apenas significado económico, enquanto forma de subtração da esfera jurídica dos sócios que não detêm o controlo da sociedade.

¹⁴ Apesar de não ignorarmos que quem se encontra nesta situação pode não ser um sócio minoritário, por exemplo por deter uma grande participação de ações sem direito de voto, por uma questão de prática, utilizaremos a palavra “minoritários” para significar aqueles acionistas que não detêm o controlo da sociedade.

¹⁵ SIMON JOHNSON, *et. al.*, *Tunneling*, in *American Economic Review*, Vol. 90, pp. 22-27

¹⁶ OLAF EHRHARDT e ERIC NOWAK, *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)*, in *EFA 2003 Annual Conference Paper No. 809*, 2003

(iv) *Relação com a Teoria da Agência*

A Teoria da Agência é amplamente reconhecida como problema central de *Corporate Governance*¹⁷. Apesar de ter implicações em muitos outros campos, é neste ramo do direito que assume maior protagonismo. Tem por base uma “relação de agência”, segundo a qual uma entidade, que ocupa o lugar de *principal*, delega responsabilidades noutra, que ocupa a posição de *agente*, para que este atue em nome do primeiro. Numa analogia com uma empresa, o principal será o acionista e o agente o gestor (*manager*).

O “problema de agência” é assim um problema de incentivos. Enquanto os acionistas procuram retirar lucros da sociedade de que são proprietários, os gestores, *maxime* os administradores, têm interesses pessoais que consistem em retirar o maior benefício para si próprios da atividade económica da sociedade. Assim, na falta de um esquema de incentivos adequado, os administradores serão facilmente levados a adotar comportamentos oportunistas que se revelam prejudiciais para os acionistas.

Exemplos destas práticas poderão passar pela simples consunção de recursos da empresa em proveito próprio, como é o caso das despesas com viagens, carro (ou outro meio de transporte) da empresa ou alojamento excessivamente dispendioso, ou de familiares e amigos, empregando-os na empresa. Mas podem também traduzir-se em esquemas de manipulação do mercado mais ou menos complexos, tais como provocar um crescimento da empresa (*bias toward growth*)¹⁸ ou causar um acréscimo das vendas para além do ponto eficiente, para aumentar os seus prémios remuneratórios que frequentemente se centram no volume de negócios. Poderão ainda criar uma onda especulativa de forma a causar a subida o preço de mercado das ações, valorizando aquelas que têm opção de adquirir a preço fixo abaixo do preço de mercado (*stock options*).

Este problema de agência pode ser resolvido com esquemas de alinhamento de incentivos, como por exemplo contratos melhor “desenhados”, que prevejam um maior número de cenários possíveis, e complexos esquemas remuneratórios dos gestores que

¹⁷ MICHAEL C. JENSEN, *Agency Costs of Free-Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *American Economics Review*, Vol. 76, 1986, pp. 323-329.

¹⁸ *Ibidem*.

promovam a eficiência. Como se sabe, os contratos são sempre incompletos e a sua extensibilidade é ilimitada, dada a impossibilidade prática de prever todas as situações que podem ocorrer. Um contrato muito extenso acarretará muitos custos, primeiro na sua elaboração e depois na sua aplicação. A decisão central passará por uma ponderação entre os custos que acarreta a expropriação pelos administradores e a elaboração e aplicação de contratos complexos.

É neste pressuposto que se compreende a relação entre a Teoria da Agência e os BPC. A expropriação praticada pela administração que é característica dos problemas de agência, é mais comum em sociedades de capital disperso, em que cada sócio tem relativamente pouco poder na administração e é mais difícil exercer uma monitorização (*monitoring*) e uma pressão significativa sobre a administração.

Em empresas com o capital mais concentrado, a administração é significativamente mais próxima do sócio controlador, uma vez que este tem o poder de determinar a sua composição, sendo os cargos de topo muito frequentemente ocupados por estes ou por membros da família que detém o controlo. Nestes casos, a proximidade faz com que o controlo da administração seja geralmente mais eficiente e os incentivos estejam, à partida, muito alinhados, uma vez que as pessoas dos administradores e controladores frequentemente até são as mesmas, existindo uma vontade una de criar valor para a empresa a médio/longo prazo.

Se, num caso de concentração acionista, os problemas de comportamento oportunista da administração são pouco relevantes, numa empresa com esta característica outro problema parece importar: a possibilidade de extração de benefícios privados pelo sócio controlador. Existe assim, uma dicotomia entre a Teoria da Agência e os BPC, que parecem ser mutuamente exclusivos, dependendo da dispersão do capital acionista da sociedade em causa.¹⁹

¹⁹ Alguns autores identificam a extração de BPC como um problema de agência. Por razões de clareza conceptual, não tentaremos encontrar uma espécie de relação de agência entre minoritários e majoritários, até porque esta não parece enquadrar-se no conceito tradicional de uma relação desta natureza, embora as práticas destruidoras de valor sejam muitas vezes as mesmas.

*“Embora os grandes investidores possam ser muito eficientes a resolver o problema de agência, podem também ineficientemente redistribuir a riqueza dos pequenos para si próprios.”*²⁰

Conforme se verá, os mercados anglo-saxónicos são caracterizados por uma maior dispersão do capital, onde os problemas de agência são mais patentes, não assumindo o problema dos BPC tanta relevância como a que assume por exemplo nos países da Europa Continental. Assim, não se compreende a razão pela qual a grande atenção a este problema seja dada por estudos realizados nos Estados Unidos da América.

2. Parmalat: um caso paradigmático de Benefícios Privados de Controlo²¹

Em Itália, na década 1960, Calisto Tanzi herdou um pequeno negócio de família e incutiu-lhe um crescimento vertiginoso. Em 1989, quando as suas ações foram admitidas à negociação em mercado regulamentado, a Parmalat Finanziaria geria participações sociais de um grupo de 58 empresas. As vendas dispararam, quase atingindo os \$10 mil milhões.

A família Tanzi mantinha o controlo do grupo empresarial, através de uma *holding* e procurou diversificar o negócio (que até então se cingia praticamente aos lacticínios), financiando-se com dívida. As contas da empresa sempre haviam demonstrado elevados montantes de caixa.

O grupo colapsou no final de 2003 quando, após várias tentativas de refinanciar a sua dívida, a Parmalat informou que não iria reembolsar obrigações que estavam quase na maturidade. Este facto causou a descida da notação de risco da empresa para lixo (*junk*) e o consequente colapso do preço das ações.

Tomou-se depois conhecimento da inexistência de elevados montantes de capital que estavam refletidos nas demonstrações contabilísticas do grupo, que a família havia desviado avultadas quantias para fins desconhecidos e que, através de pagamentos exagerados na aquisição ou despesas em ativos, haviam sido transferidos montantes

²⁰ ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, *A survey of corporate governance*, in *Journal of Finance* 52, 1997, 737-783.

²¹ LUCA ENRIQUES e PAOLO VOLPIN - *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 1, pp. 117-140, Winter 2007.

exorbitantes para outros negócios da família. As técnicas fraudulentas consistiram em simples deturpações da contabilidade e falsificações de documentos.

Este desvio de elevados montantes de capital é exemplo claro de BPC que, como podemos observar, se enquadram na definição acima apresentada. Apesar de ser um caso extremo, é bastante elucidativo da facilidade com que a parte controladora expropria elevados montantes aos demais sócios de uma sociedade, mesmo estando esta sujeita à melhor fiscalização (auditores, investidores e reguladores do mercado). Embora este caso se reporte a práticas obviamente criminosas, como veremos, a extração de BPC não é sequer necessariamente ilegal.

3. Tipos de benefícios e o controlo como elemento necessário

(i) Tipos de benefícios privados de controlo

Atendendo à posição de controlador e suas implicações, cabe fazer uma prévia distinção entre benefícios e custos privados de controlo.

Custos privados de controlo são todas as desvantagens, que advêm para o sócio controlador da sociedade, que não são partilhadas pelos demais sócios. São exemplos destas desvantagens²²: o custo de não diversificação, que faz com que a carteira de ativos do agente económico perca valor por estar mais sujeita ao risco de mercado de uma só empresa²³; os riscos de reputação, pela eventual responsabilidade por decisões empresariais erradas, e de ser acionado (judicialmente) por negligência na gestão; os encargos com a maior monitorização (*monitoring*) da atividade da empresa; e os custos inerentes ao maior envolvimento na gestão e nas decisões empresariais.

Por sua vez, nos BPC, como se depreende da ampla definição apresentada, enquadram-se todos os tipos de vantagens que possam advir para um sócio controlador por efeito dessa sua qualidade. Não é possível, portanto, fazer uma listagem exaustiva, uma vez que os tipos de benefícios privados passíveis de serem extraídos assumirão tantas formas como aquelas que o controlador for capaz de idealizar. Importa no entanto

²² ALEXANDER DYCK e LUIGI ZINGALES - *Private Benefits of Control: an International Comparison*, in *National Bureau of Economic Research*, 2002; BARCLAY e HOLDERNESS, cit., pp. 371-395.

²³ É este o sentido da Teoria do Portfólio referida na nota ⁵;

referir que, com veremos, os BPC não são necessariamente prejudiciais para os acionistas que não detêm o controlo da sociedade. Alguns são-lhes simplesmente indiferentes, não tendo impacto na sua riqueza. Serão, no entanto, aqueles benefícios que são extraídos “à custa” dos sócios minoritários, tendo nestes um impacto patrimonial negativo, que maior atenção merecem (cfr. p. 34).

A extração de BPC pode assumir assim inúmeras formas²⁴: pode constituir um autêntico roubo de recursos da empresa; um valor meramente psicológico do controlo; a nomeação de familiares e pessoas próximas para cargos de administração, nomeadamente para presidência do conselho de administração; a atribuição de remunerações, gratificações, prémios e privilégios (*perquisites*) excessivos aos executivos de topo; a aquisição de informação privilegiada ou tomada de conhecimento de oportunidades de negócio a explorar fora da empresa; sinergias de produção beneficiando o controlador; diluição dos interesses dos minoritários pela emissão de ações a preço inferior ao de mercado, a subscrever pelo controlador ou por membros da administração; o próprio prémio de controlo; ou todo o tipo de negócios com partes relacionadas. Estes dois últimos exemplos merecem, pela sua importância prática, um apontamento adicional.

O prémio de controlo é o preço superior ao do mercado pago ao sócio controlador por um adquirente do seu bloco de ações. Como veremos (cfr. p. 21), este prémio reflete (não só, mas também) os BPC e traduz-se, para o alienante, na compensação pelos benefícios que o controlador deixará de obter por efeito da alienação²⁵.

Os negócios com partes relacionadas são o meio de extração de BPC com maior relevância prática, que pode assumir diversas formas. Estes negócios podem por exemplo constituir transferências fraudulentas ou negócios simulados de ativos da sociedade para o poder do controlador. Podem também consistir na manipulação de margens nos preços de transferência, tanto no fornecimento como na aquisição de bens

²⁴ TATIANA NENOVA, *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics* 68, 2003, pp. 325-351; DYCK e ZINGALES, cit. pp. 7 e ss.; BARCLAY e HOLDERNESS, cit., pp. 371-395; LA PORTA, *et. al.*, *Investor...*, pp. 4 e ss..

²⁵ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade e o seu acionista controlador*, in *Conflito de interesses no direito societário e financeiro*, AA.VV., Almedina, 2010 pp. 75-213.

ou serviços ao controlador²⁶. Qualquer negócio realizado com o controlador ou com parte que com este esteja relacionada (cfr. nota ⁶), tanto pode ser um meio de extração de BPC, como ser vantajoso para a empresa em questão face às condições normais do mercado, dependendo das circunstâncias do caso concreto.

Pela sua diversidade, facilmente se compreende que a extração de BPC pode ser agrupada por várias categorias. Podem ser, por exemplo, subdivididos em benefícios que resultam de transações financeiras (p. ex. diluição da participação dos restantes acionistas por emissão de ações a preço preferencial) e naqueles que resultam de mecanismos operacionais (p. ex. negócios com partes relacionadas)²⁷. Podem também ser subdivididos em benefícios pecuniários (p. ex. a remuneração exagerada dos administradores ou preços de transferência desvantajosos para a empresa) e não pecuniários (p. ex. sinergias de produção)²⁸. Há ainda quem os subdivida entre aqueles que são obtidos através do exercício do poder de direção sobre a sociedade, os que resultam da venda do controlo e os resultantes do *freezing out* dos acionistas minoritários.²⁹ Acresce também a hipótese de subdivisão entre benefícios privados extraídos à custa dos minoritários (*extracted private benefits*) e aqueles que são criados independentemente de custos para os restantes sócios (*independently created private benefits*)³⁰.

Pacces considera a divisão (em tradução livre) entre BPC idiossincráticos (idiosyncratic), distorcivos (*distortionary*) e diversivos (*diversionary*).³¹ Este autor qualifica os benefícios idiossincráticos como as quase-rendas (*quasi-rents*) auferidas pelo controlador como compensação pelo seu empreendedorismo, isto é, pelos

²⁶ “Economistas podem legitimamente discordar sobre qual é o “justo” preço de transferência de um certo ativo ou produto. Este facto faz com que possa ser difícil ou impossível fazer prova em tribunal de pequenos desvios ao preço de transferência “justo”. Se estes pequenos desvios forem aplicados a transações de grande volume, podem facilmente gerar benefícios privados substanciais. Da mesma forma, é fácil discordar sobre quem é o melhor fornecedor de um ativo ou produto quando se trata de considerações sobre a relação entre a qualidade e o preço.”- DYCK e ZINGALES, cit., p.7.

²⁷ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos...*, pp. 81-82.

²⁸ BARCLAY e HOLDERNESS, cit., pp. 371-395

²⁹ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, cit., nota ¹¹⁴⁷.

³⁰ *Ibidem*; JENS DAMMANN, *Corporate Ostracism - Freezing Out Controlling Shareholders*, in *The Journal of Corporation Law*, vol. 33:3, 2009, pp. 682-744.

³¹ ALESSIO M. PACCES, *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control*, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 131/2009, 2009.

investimentos especificamente feitos na empresa e não palpáveis pelos restantes acionistas, como por exemplo o bom aproveitamento, por fora da empresa, de oportunidades de negócio de que este teve conhecimento devido à posição que ocupa na mesma. Os benefícios distorcivos serão caracterizados pela gestão ineficiente dos recursos da empresa, por exemplo através da consunção dos seus ativos, patente no caso dos privilégios excessivos da administração. Os benefícios diversivos serão aqueles que configurarão situações de infidelidade patrimonial³², ou seja, o desvio por qualquer forma de recursos da empresa. Os dois últimos terão a natureza de rendas (*rents*). As rendas serão recompensas que o controlador extrai devido às obrigações ou incumbências que tem na empresa, enquanto as quase-rendas serão recompensas pela sua inventividade. Adiante daremos nota da importância prática desta classificação (cfr. p. 34).

Depois de procederem às referidas categorizações, os vários autores baseiam nelas as soluções que defendem para a problemática dos BPC, que adiante discutiremos. Mais do que adotar uma das referidas categorizações, importa, por enquanto, reter que os BPC podem ser obtidos de formas muito variadas, sendo também muito diverso o impacto que podem ter no património dos sócios que não detêm o controlo da empresa.

Facilmente se compreende que, tendo em conta a exemplificação feita, o controlo acionista implique geralmente benefícios e custos. Assim, só será rentável para o sócio mantê-lo se a diferença entre os primeiros e os segundos se mostrar positiva. Esta é, como veremos, a explicação que professamos para o valor que é dado ao controlo. Se, porém, a diferença for negativa, *i.e.*, os custos forem superiores aos benefícios, não se justificará o sócio manter intacto o bloco controlador. Assim, como apenas conseguiria vender o bloco com desconto face ao preço de mercado, poderá ser vantajoso para o sócio desconjuntar o bloco³³.

(ii) *O controlo como requisito prévio*

Um pressuposto para a existência de BPC é a concentração acionista. Sem ela não haverá a possibilidade de um sócio, exercendo o seu poder de controlo, obter benefícios

³² “*Diversionary private benefits account for ‘stealing’ in its broadest characterization*”, *Ibidem* p. 14.

³³ BARCLAY e HOLDERNESS, cit., pp. 380-383.

que só ao próprio aproveitem. Entendem-se por participações sociais de controlo as “*frações do capital da empresa societária suscetíveis de atribuir ao seu titular um poder jurídico de controlo sobre o respetivo governo e órgãos sociais*”³⁴. O controlo será, portanto a “*propriedade de poder de voto suficiente para tomar as decisões importantes para a sociedade*”³⁵.

Considera-se normalmente que o controlo de uma sociedade é exercido pelo sócio que detém 50% do seu capital social e os inerentes direitos de voto da sociedade, acrescidos de um voto, uma vez que esta percentagem é aquela que lhe dá, na maior parte das matérias, o poder decisivo. Em muitas situações, no entanto, o controlo pode ser obtido com percentagens diferentes do capital social. Nuns casos, um sócio pode ser detentor de mais de 50% do capital e não controlar a sociedade, por exemplo, numa sociedade anónima, quando exista um teto estatutário do voto que implique que não possam ser contados os seus votos acima de um determinado limite, nos termos do artigo 384.º n.º2 al, b)³⁶. Noutros casos, um sócio pode obter o controlo da sociedade detendo uma percentagem do capital social inferior a 50%, por exemplo, também numa sociedade anónima, quando uma parte do capital social da empresa seja composta por ações preferenciais sem voto, nos termos do artigo 341.º e seguintes do CSC. Num caso destes, uma participação que seja inferior a 50% do capital pode corresponder ainda assim a mais de 50% dos direitos de voto da sociedade.^{37/38}

Detendo uma participação de controlo, o sócio, votando sempre com a maioria absoluta dos votos, decidirá sobre a generalidade das matérias e controlará o seu órgão de gestão, incluindo a sua designação e destituição.³⁹

³⁴ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios - "Asset Deals" versus "Share Deals"*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ISSN 0870-8118. Vol. 2/3, n.º 68, 2008, p. 724

³⁵ TATIANA NENOVA, cit., p. 329.

³⁶ PAULO OLAVO CUNHA, cit., pp. 342-343.

³⁷ *Ibidem*, pp. 406-410.

³⁸ “*Esta diferença é importante, uma vez que as ações preferenciais limitam ou impedem o direito a voto, conferindo aos acionistas detentores de ações ordinárias um controlo superior à sua quota do capital da empresa. Esta prática pode limitar a capacidade dos acionistas minoritários de influenciar o processo de decisão e agravar o risco de expropriação do valor criado.*” - JOSÉ PAULO ESPERANÇA, ANA SOUSA, ELISABETE SOARES, IVO PEREIRA, *Corporate Governance no Espaço Lusófono*, Texto, 2011 p. 238.

³⁹ Para as sociedades anónimas, esta regra está consagrada no artigo 386.º n.º1 do CSC. A maioria que o artigo refere é a maioria simples, mas só detendo a maioria absoluta dos votos o sócio pode assegurar, em qualquer circunstância, a aprovação de uma determinada deliberação.

Só assim não acontece nos casos em que se requer, no contrato de sociedade ou na própria lei, maioria qualificada, unanimidade ou aprovação por um determinado sócio.⁴⁰ Este é, por exemplo, o caso da alteração do contrato de sociedade que, nas sociedades anónimas, requer a aprovação por dois terços do capital presente na assembleia geral (artigos 386.º n.º3 e 383.º n.º2 do CSC). Assim, o controlo pode ter maior ou menor força, dependendo da quantidade de votos que se detém e que, no limite corresponderá à totalidade dos votos (podendo decidir por unanimidade).

É por esta razão que os BPC só se verificam em sociedades onde existe um sócio controlador (ou vários, atuando conjuntamente, eventualmente através de acordo parassocial). É sempre com a ajuda da administração que o controlador consegue retirar vantagens que não aproveitam aos demais sócios e, portanto, essa possibilidade depende do seu poder sobre o órgão executivo.

(iii) *O valor económico intrínseco do controlo e o prémio de controlo*

Hanouna, Sarin e Shapiro⁴¹ caracterizam a detenção de ações de uma empresa como sendo composta por três elementos de valor: *asset value* (valor dos ativos), enquanto direito a uma percentagem proporcional da riqueza líquida da empresa, *income value* (valor dos resultados), enquanto direito a uma percentagem proporcional das distribuições (de lucros) operadas pela empresa; e *control value* (valor do controlo), enquanto direito a uma participação proporcional na gestão da empresa.⁴² Esta tripartição sugere que a participação na gestão da empresa tem um valor intrínseco autónomo dos restantes, valor esse que não é diretamente patrimonial, mas que parece ter um importante significado económico.

Assim, para um determinado acionista que ocupe a posição de controlador, o seu bloco valerá tendencialmente mais do que a simples soma das ações valorizadas a preços de mercado. A diferença entre o valor do bloco controlador e o valor agregado

⁴⁰ PAULO OLAVO CUNHA, cit., pp. 614-615.

⁴¹ PAUL HANOUNA, et. al., *Value of Corporate Control: Some International Evidence*, Working Paper No. 01-4, USC Marshall School of Business, 2001.

⁴² Neste sentido vd. também NUNO ANDRÉ DA COSTA RIBEIRO, *O efeito-controle no prémio pago em tomadas de posições accionistas*, texto policopiado, Tese de Mestrado em Ciências Empresariais, Finanças, FEUP, 2006, pp. 10 e ss..

do preço de mercado das ações que o compõem exprime o valor intrínseco do controlo.⁴³

Por sua vez, o valor do controlo será a expressão do valor económico que o controlador pode obter, que não obteria caso não ocupasse essa posição. Serão assim benefícios que apenas a si aproveitam, e não aos demais sócios. O valor do controlo traduz, por isso, os **Benefícios Privados do Controlo**.

Este valor intrínseco do controlo é, no entanto, difícil de estimar. Tende a revelar-se apenas quando se verifica uma transação de que resulte a transferência do controlo. Num caso como este, é frequente, como veremos, observar-se o pagamento, ao alienante do bloco de ações, de um *prémio de controlo*, isto é, um montante superior ao normal valor de mercado das ações.

Se assumíssemos que o controlo não tinha valor autónomo, então não havia justificação para que este transacionasse a um preço superior ao preço de mercado das ações. Para que o adquirente do controlo esteja disposto a pagar um prémio que pode, em certos casos, chegar perto dos 50% do valor de mercado da empresa⁴⁴, é necessário que o controlo lhe traga um valor acrescentado pelo menos correspondente.⁴⁵

Existem várias teorias sobre as justificações do prémio de controlo.⁴⁶ Barclay e Holderness⁴⁷ procuram justificá-lo ponderando três hipóteses:

- a) Hipótese dos benefícios privados – hipótese segundo a qual o prémio de controlo reflete benefícios privados líquidos antecipados, ou seja, a compensação do alienante pelos BPC que deixa de aproveitar por efeito da alienação.
- b) Hipótese da maior informação - hipótese segundo a qual os prémios podem refletir simplesmente a maior informação das partes em questão sobre a empresa

⁴³ Se se observarem, no entanto, custos privados de controlo superiores aos respetivos benefícios, o bloco de controlo terá valor negativo.

⁴⁴ NENOVA, cit., pp. 325-351.

⁴⁵ “Existem também fortes indícios de que o controlo é valorizado, o que não seria o caso se os controladores (gestores ou acionistas) recebessem os mesmos benefícios que os outros investidores” - HANOUNA, et. al., cit. p. 4.

⁴⁶ Para uma outra teoria sobre as razões económicas para o prémio de controlo, mas cujo enquadramento não nos parece adequado, uma vez que todas as três explicações que apresenta aparentam reportar-se a diversos tipos de BPC, vd. HANOUNA, et. al., cit..

⁴⁷ BARCLAY e HOLDERNESS, cit., pp. 380-383

objeto do negócio (*rational Bayesian updating*). Tal implicaria que o preço de mercado das ações subisse quando fosse pago um prémio e baixasse quando o bloco fosse transacionado abaixo do preço de mercado (com desconto), o que não se verifica na prática, segundo o teste que estes autores apresentam. Mais, se fosse mesmo esta a razão, o novo controlador teria uma taxa de retorno do seu investimento apenas proveniente dos fluxos de caixa que acresceriam proporcionalmente para todos os acionistas, o que não acontece segundo o mesmo teste destes autores.

- c) Hipótese do pagamento excessivo - hipótese segundo a qual o adquirente apenas paga em excesso, face ao valor de mercado da empresa. Uma das versões desta teoria defende que, como sucede num leilão, o licitante vencedor é aquele que tem a informação mais otimista. Esta hipótese não é igualmente credível uma vez que num caso de transação de um bloco acionista existe em geral uma clara avaliação do preço de mercado das ações.

Não se pode, no entanto, afirmar que o valor do prémio de controlo se cinge à possibilidade de extrair BPC. Imagine-se, por exemplo, o caso comum da aquisição do controlo para substituição dos membros do órgão de administração por elementos mais capazes, que trarão futuros benefícios que aproveitarão à generalidade dos acionistas. Na prática, cada caso concreto terá as suas especificidades e as razões que levam ao pagamento de um prémio de controlo podem ser muito particulares do caso. Mais, amplitude da definição de BPC que atrás se identificou também não permite fazer um juízo desta ordem em abstrato.⁴⁸

É defensável, porém, que os BPC representam geralmente uma parte importante (se não a mais importante) do montante do prémio pago. Isto porque, como veremos, a limitação dos BPC leva a quedas significativas do prémio pago numa transferência do controlo.

Pode, ainda retirar-se uma importante conclusão face à existência de um prémio de controlo: o prémio mínimo que o alienante está disposto a aceitar em troca da sua participação corresponderá ao valor que o controlo tem para si, pelo que os BPC que

⁴⁸ “(...) o prémio pago na aquisição de uma fracção de capital, ou numa tentativa de *takeover*, reflecte algo mais que apenas o controlo, podendo corresponder a uma compensação por uma variedade de factores, incluindo o controlo.” - NUNO RIBEIRO, cit., p. 32.

este extrai serão iguais ou inferiores ao prémio de controlo recebido⁴⁹. Por sua vez, o prémio máximo que o adquirente estará disposto a pagar não deverá ultrapassar o valor que irá obter pela detenção da participação de controlo.

Dyck and Zingales⁵⁰ estabelecem, neste sentido, que países onde a extração de BPC é maior são aqueles onde a estrutura de propriedade é tipicamente mais concentrada e que é nestes países que o prémio de controlo pago é mais elevado, pelo que a maior incidência de BPC encontra-se, como veremos, nos países de *civil law*, grupo onde Portugal se insere.

Isto significa que, nos casos em que não existam BPC, os blocos controladores sejam transacionados ao preço de mercado e, quando existam custos privados do controlo, os blocos serão transacionados “com desconto” face ao preço de mercado.⁵¹

Os autores de referência expõem ainda as seguintes conclusões que, por se alicerçarem em certos pressupostos, serão sempre questionáveis, mas que se mostram úteis para a compreensão da dimensão dos BPC e a sua influência no prémio pago, em cada caso:

- Acima do ponto de controlo, resultarão menos benefícios acrescidos para o controlador, uma vez que, já dominando a administração, quanto maior for o seu bloco acionista, maiores serão os custos empresariais que terá de suportar comparados com os BPC que extrai. E quanto mais reduzida a proporção dos demais acionistas, menor será a importância passível de expropriação⁵².
- Tanto a dimensão como a natureza dos BPC a extrair dependem do facto de o adquirente ser um particular ou uma empresa. Quando é um particular, em geral passa a ocupar também um cargo de topo na administração e tende a pagar-se um melhor salário do que em empresas equivalentes com uma estrutura de capital difusa. Mais, os particulares tendem a valorizar mais a oportunidade de abusar de

⁴⁹ “Se, de outro modo, o detentores dos grandes blocos de ações utilizarem o seu poder de voto para assegurar benefícios indisponíveis para os restantes acionistas, os blocos serão transacionados com um prémio em relação ao preço de mercado” - BARCLAY e HOLDERNESS, cit., p. 372

⁵⁰ DYCK e ZINGALES cit..

⁵¹ BARCLAY e HOLDERNESS, cit., pp. 371-395.

⁵² IGOR FILATOTCHEV e TOMASZ MICKIEWICZ, *Ownership Concentration, 'Private Benefits of Control' and Debt Financing*, in *Working Paper no. 4*, Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe, UCL, 2001, p. 8.

privilégios (*perquisites*) a que tenham acesso por força do seu cargo. As empresas, por sua vez, atribuem mais valor ao acesso à tecnologia da sociedade detida para beneficiar de sinergias e economias de escala para o seu negócio⁵³.

- O prémio pago pelo adquirente aumenta a uma taxa crescente (exponencialmente) com a dispersão do restante capital da empresa, i.e., quanto maior a dispersão do capital entre os restantes acionistas, maior o valor do controlo para o adquirente e, assim, o prémio que está disposto a pagar⁵⁴.
- O valor do prémio aumenta a uma taxa decrescente com o tamanho da empresa. É certo que, quanto maior é a empresa, maior é o potencial de extração de BPC, devido ao efeito da escala. No entanto, os custos privados do controlo aumentam a uma escala progressiva com o tamanho da empresa, uma vez que aumenta a fiscalização (*monitoring*) por analistas, organismos reguladores e investidores no mercado. A litigância relacionada com a concorrência (*antitrust*) é também nestas empresas mais provável de ocorrer, quando o controlo pertence a uma entidade que opere numa indústria relacionada com a da detida.⁵⁵
- O montante dos prémios pagos tende a aumentar com o montante de caixa e valores mobiliários transacionáveis na empresa ao tempo da transação, porque a maior liquidez facilita os investimentos do novo controlador, assim como a atribuição ao próprio do compensações e privilégios avultados.⁵⁶
- Quando a empresa está a enfrentar dificuldades financeiras os prémios pagos tendem a ser menores, uma vez que os benefícios privados diminuem, ou os custos aumentam (ou ambos), com a necessidade de despende mais recursos controlando e participando na gestão. Mais, nestes casos, a litigância contra a empresa tende a aumentar, existindo maior probabilidade de os controladores virem a ser pessoalmente responsabilizados⁵⁷.
- O prémio pago é mais elevado em transações de controlo onde o adquirente e o adquirido são de países diferentes. No entanto, o prémio pago em transações que

⁵³ BARCLAY e HOLDERNESS, cit., pp. 371-395

⁵⁴ *Ibidem*.

⁵⁵ *Ibidem*.

⁵⁶ *Ibidem*.

⁵⁷ *Ibidem*.

não implicam a transferência de controlo é comparativamente maior, o que indica que a detenção do controlo tem menos valor em transações internacionais⁵⁸.

- Existe ainda uma discordância quanto ao efeito do aumento da dívida na estrutura de capital da empresa detida. Enquanto alguns autores argumentam no sentido de que o aumento da dívida diminui a possibilidade de extração de BPC⁵⁹ devido à maior monitorização externa, outros consideram que a maior dívida provoca o aumento daquela possibilidade, uma vez que a administração (portanto, o controlador), não tendo de se financiar no mercado acionista, tem facilidade em manter o controlo.⁶⁰

Compreendemos assim a dificuldade encontrada, a cada momento, para avaliar o controlo. Não podendo considerar-se que o prémio de controlo corresponde ao valor intrínseco do controlo e, portanto, dos BPC, cabe então referir as fórmulas elaboradas com o propósito de o estimar. Note-se que a exatidão destas fórmulas é muito contestada e que a pretensa mensuração de BPC feita nos vários estudos se baseia em métodos meramente indiciários.

(iv) Formas de cálculo dos Benefícios Privados do Controlo

Toda a prova de BPC é indiciária e, portanto, indireta, não existindo uma forma de fazer prova objetiva do seu valor. Pode considerar-se que existem quatro áreas de pesquisa que contribuem para uma estimativa do valor dos BPC e, portanto, do controlo.⁶¹

1. O prémio pago como estimativa do controlo

Esta corrente considera que existe uma equivalência entre o prémio pago numa aquisição do controlo e o valor do próprio controlo. Como referimos anteriormente (*supra*, p. 21), apesar de refletir o controlo, o prémio pago é frequentemente composto por outros elementos, que fazem com que o seu valor divirja do valor intrínseco do controlo. Assim, esta medida não pode ser tida como viável.

⁵⁸ HANOUNA, *et. al.*, cit. p. 5-6.

⁵⁹ JENSEN, cit., pp. 323-329.

⁶⁰ BARCLAY e HOLDERNESS, cit., pp. 371-395.

⁶¹ HANOUNA, *et. al.*, cit., p. 9 e ss.. Estes autores expõem apenas uma tripartição destas áreas de pesquisa, mas acrescentam um novo modelo de cálculo, que também aqui exporemos: diferença entre transações maioritária e minoritária.

2. Análise do prémio de voto pago pela aquisição de “*dual class shares*”⁶²

Este modelo parte da premissa de que um acionista, que deseja alcançar o controlo da empresa, está disposto a pagar aos minoritários um valor superior ao preço de mercado das ações pela aquisição do seu poder de voto, valor que constitui um prémio que pode ir até ao montante que o primeiro espera obter pela detenção do bloco controlador.

Assim, a fórmula consiste no apuramento da diferença de preço entre ações *dual-class*, i.e., pertencentes a duas categorias distintas. Não é porém aplicável a quaisquer duas categorias de ações. A diferença entre estas terá por base o voto, ou seja, uma das categorias terá voto duplo e a outra apenas voto singular, mantendo ambas o mesmo direito aos dividendos. A diferença (positiva) entre uma ação de voto duplo e uma ação de voto singular, o chamado prémio de voto, corresponderá ao valor proporcional que o controlo tem para o adquirente. O voto será mais valioso quando for decisivo para o adquirente obter o controlo.

A grande desvantagem que, à partida, se aponta a este método é o facto de muitos países não permitirem categorias de ações com voto duplo e, mesmo quando permitem, poucas empresas as utilizam, sendo estreita a base de incidência deste método.⁶³

Mais, Portugal é um dos países em que não são permitidas ações com voto duplo, nos termos do artigo 384.º n.º 5 do CSC, pelo que este método seria inaplicável a qualquer empresa portuguesa.

3. Diferença entre transações maioritária e minoritária⁶⁴

Este método parte da diferença entre o preço pago pela aquisição de uma posição maioritária e de uma posição minoritária. Apenas são consideradas maioritárias as posições dos acionistas que, antes da transação, detinham uma fração do capital social inferior a 30% e que, depois da transação, detêm uma fração superior a 50%. São consideradas minoritárias as transações que, antes da transação, detinham uma fração do

⁶² NENOVA, cit., p. 329.

⁶³ DYCK e ZINGALES, cit. p. 9.

⁶⁴ PAUL HANOUNA, *et. al.*, cit.. Neste estudo, os autores utilizam um conceito de “prémio de controlo” correspondente ao conceito que utilizamos para designar apenas “controlo”, uma vez que, como referimos anteriormente, as suas explicações para a existência de um prémio de controlo reconduzem-se todas, na nossa opinião, a BPC.

capital social inferior a 30% e que, depois da transação, detêm uma fração inferior a 50%.

A diferença entre os preços pagos por transações maioritárias face às minoritárias representará o valor que o controlo tem para os adquirentes e, assim, os seus BPC.

Este método parte do pressuposto que uma participação inferior a 30% do capital não detém o controlo e que uma participação superior a 50% do capital já o detém, o que, como referimos (*supra*, p. 18), não é necessariamente esse o caso.

4. Diferença entre o preço de transferência de grandes blocos de ações e o valor de mercado pós-anúncio⁶⁵

Esta corrente parte do pressuposto que o potencial adquirente de um bloco de controlo, quando procede à negociação do seu preço, avalia duas vertentes do valor.

A primeira vertente do valor é essencialmente composta, durante a vida da sociedade, pela distribuição de lucros, que aproveita a todos os acionistas na proporção das suas participações. Estes lucros, distribuíveis sob a forma de dividendos, estão, à partida, refletidos no preço de mercado da ação. Este preço de mercado pode, por sua vez, aumentar ou diminuir após o anúncio da transação, por antecipação dos efeitos da mudança da gestão ou simplesmente porque certa informação é revelada (incluindo, por exemplo, o preço de transmissão do bloco). Após esta reação, o preço de mercado das ações deverá refletir os benefícios (partilhados) que se espera que venham a aproveitar a todos os acionistas na proporção das suas participações.

A segunda vertente do valor exprime os BPC que o potencial adquirente espera poder extrair uma vez que detenha o controlo da empresa.

Como se referiu, a diferença entre o preço pago pelo bloco de controlo e o preço de mercado das ações (antes do anúncio da transação) é representado pelo prémio de controlo. Defendeu-se também que o prémio de controlo inclui mais do que apenas o valor do controlo. Então, a diferença entre o preço pago pelo bloco de controlo e o preço das ações depois do anúncio da transação representará exclusivamente o valor dos benefícios que só ao controlador aproveitam e, portanto, o valor do controlo.

⁶⁵ BARCLAY e HOLDERNESS, cit., pp. 371-395; DYCK e ZINGALES, cit. pp. 1-2.

Dos três métodos apresentados, este método parece-nos o mais adequado, dada a razoabilidade das premissas em que se baseia. No entanto, a assunção de que o preço pós-anúncio reflete os benefícios aproveitados por todos os acionistas, na proporção da sua participação, parece-nos que só será possível num mercado perfeito, em que a informação e as expectativas dos investidores sejam iguais. As assimetrias de informação e de expectativas dos investidores que naturalmente se verificam no mercado não parecem permitir que o preço pós-anúncio reflita, de forma exata e fiel, o valor dos benefícios que de facto aproveitarão à generalidade dos acionistas.

Mais, numa época em que a atividade económica se encontra consideravelmente estática, em particular em Portugal e em concreto a área das aquisições de empresas, aplicar este método teria pouca expressão e não seria representativo da dimensão média dos BPC.

Não cabe no objeto e na economia deste estudo proceder a qualquer tentativa de cálculo ou estimativa dos BPC, embora tenhamos considerado importante a exposição das formas alternativas para o fazer. Conforme argumentámos, os métodos são apenas indicativos e todos têm desvantagens, pelo que não consideramos que seja possível fazer uma estimativa fiel em abstrato da extração de BPC no caso português, aquele que mais nos interessa.

4. Estrutura dos mercados acionistas

(i) “Famílias” legais

Existe uma grande diferença na estrutura do mercado acionista de país para país. Tanto observamos países com uma estrutura muito dispersa, i.e. com o seu capital acionista diluído por um elevado número sócios, como países com uma estrutura de capital tendencialmente mais concentrada, onde tende a existir uma posição de controlo por uma das partes. Exemplos dos primeiros são os mercados de génese anglo-saxónica e, portanto, os países de *common law*. Exemplos dos segundos são os países da europa

continental e os países cujo sistema legal neles teve origem, portanto, os países de *civil law*.⁶⁶

A doutrina costuma dividir as chamadas “famílias legais” em quatro tipos: *common law* (origem inglesa), *civil law* francesa, *civil law* alemã e *civil law* escandinava.⁶⁷ Integram um destes tipos todos os países onde Inglaterra, França e Alemanha tenham tido influência direta ou indireta, através da cultura ou da colonização.

A diferença do grau de dispersão acionista entre países de *common law* e de *civil law* é frequentemente atribuída ao grau de proteção do investidor⁶⁸ na respetiva ordem jurídica⁶⁹. Isto porque quanto mais direitos forem efetivamente reconhecidos ao investidor comum (que representa, as mais das vezes, o sócio minoritário), menor importância económica terá o controlo, como se veremos. Assim, em mercados em que a proteção do investidor é elevada, o capital acionista tende a ser mais disperso e se, por sua vez, não existe sócio controlador, não há lugar à extração de BPC.

Esta diferença estrutural é normalmente atribuída ao facto de, nos sistemas de *common law*, as normas serem criadas pelos juízes, baseados no precedente e nos princípios gerais como o dever de confiança ou a justiça, regulando as situações ainda que não exista lei geral e abstrata anterior. Ao invés, nos sistemas de *civil law*, os juízes não têm poderes para intervir na autonomia privada, a não ser em contratos que sejam manifestamente desequilibrados, não sendo a lei anterior capaz de proteger adequadamente os sócios minoritários contra os abusos da maioria⁷⁰.

⁶⁶ Para uma distinção entre *Common Law* e *Civil Law* vd. JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *O Direito – introdução e teoria geral*, 13ª ed. refundida, 2005, p. 153 e ss..

⁶⁷ LA PORTA, *et. al.*, *Investor...*, p. 8. A divisão tradicional era feita em apenas três famílias: a inglesa, a francesa e a alemã. Considera-se hoje que a família de *civil law* escandinava se autonomizou, por ter formado uma tradição própria.

⁶⁸ É comum utilizar-se o termo “investidor” para significar aquele que “aposta” em valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado. No entanto, com o termo “investidor” pretendemos aqui abranger um grupo mais alargado de agentes económicos, compreendendo aqueles que são acionistas minoritários de sociedades não cotadas em bolsa.

⁶⁹ Parte da doutrina atribui esta diferença a considerações morais e culturais embora, como se verá, acreditemos na força decisiva das normas legais na modelação do mercado – Coffee, John, 2001. “Do Norms Matter? A Cross-country Examination of Private Benefits of Control,” mimeo, *Columbia University Law School*.

⁷⁰ LA PORTA, *et. al.*, *Investor...*, pp. 3-27. Este autor considera, no entanto, que esta perspectiva está incompleta, pois parte do princípio de que os juízes tendem a proteger os minoritários, o que pode não se

Pelo exposto, e pelas evidências que se seguem pode considerar-se que nos países de *civil law* o controlo é mais valioso, devido à maior possibilidade de extração de BPC.

Algumas evidências empíricas têm sido apresentadas em diversos estudos, que melhor ajudam a ilustrar as diferenças entre a concentração de capital que caracteriza os mercados de países de *common law* e de países de cada uma das famílias de *civil law*:

- O valor dos blocos de controlo é de, em média, 4,5% da capitalização de mercado de uma empresa num país de *common law* e de 25,4% num país de *civil law* de origem francesa⁷¹.
- É mais frequente em países de *common law* a existência de regras que versam sobre igual tratamento de categorias de ações ou de sócios maioritários e minoritários, como por exemplo a obrigação de distribuição rateada do prémio de controlo ou de ofertas públicas obrigatórias acima dum certo limite. Previsões deste tipo podem aumentar os custos de lançamento de uma oferta ao ponto de a tornar inviável, ainda que esta pudesse ser benéfica para os acionistas que não detêm o controlo⁷².
- Podem ser usadas pelos controladores certas provisões estatutárias com vista à concentração do controlo. Estas cláusulas são mais frequentes nos países de *civil law* escandinava e de *common law* do que nos países de *civil law* francesa e alemã⁷³.
- Os países de *common law* têm os melhores índices de proteção dos investidores (tipicamente os acionistas minoritários). Nos países de *civil law* francesa estes índices são os mais baixos e é geralmente nestes países que o sistema judicial é menos eficiente. Os países de *civil law* alemã e escandinava têm os mais eficientes sistemas judiciais⁷⁴.

verificar. Considera assim necessária uma análise política e histórica, nos seguintes termos: em Inglaterra os tribunais deixaram de estar sob a alçada da coroa, passando a estar mais dependentes do parlamento, e começaram a desta forma a proteger mais os *landlords*, que nele estavam representados, e portanto a propriedade individual contra o poder centralizado. Esta proteção terá depois evoluído para a proteção dos investidores. Em França e na Alemanha a força do parlamento era menor e o Estado tendeu a concentrar mais o poder sobre os financeiros. Para este autor, os estados de *civil law* são geralmente mais intervencionistas do que os de *common law*, daí resultando a menor proteção do investidor.

⁷¹ NENOVA, cit., p. 327.

⁷² *Ibidem*, p. 343.

⁷³ *Ibidem*, p. 344.

⁷⁴ LA PORTA, et. al., *Investor...*, pp. 8-9.

- Esta eficácia do sistema judicial é, a par do papel do regulador, uma componente fundamental da eficácia da lei. Em conformidade, será nos países de *civil law* alemã e escandinava que se registam maiores níveis de eficácia, sendo também forte nos países de *common law*. Os mais fracos níveis de eficácia da lei registam-se nos países de *civil law* francesa⁷⁵.

(ii) *Configuração do mercado português*

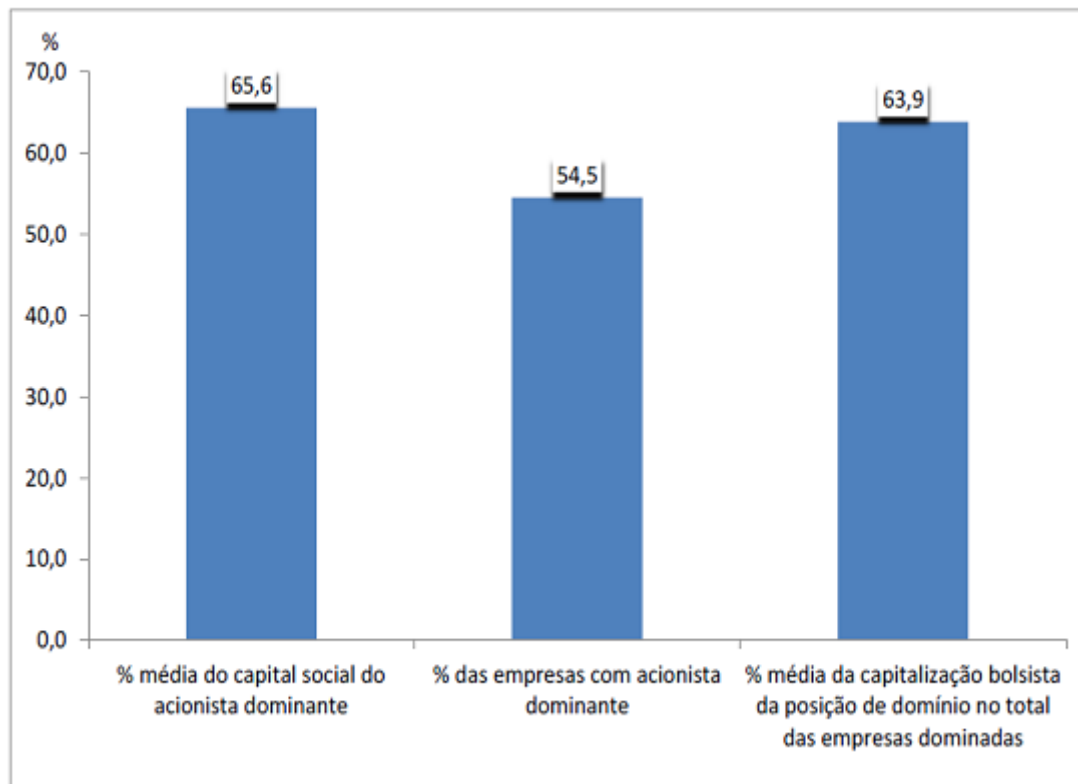
Portugal é, como é sabido, um país de *civil law*, enquadrável na família do Direito de origem francesa⁷⁶ e, portanto, como veremos de seguida, um país caracterizado por uma significativa concentração acionista.

Esta concentração acionista é potenciada pela ainda limitada proteção do acionista minoritário, que tem por efeito a facilidade de extração de BPC. O seguinte gráfico é elucidativo da elevada concentração de capital acionista em Portugal, embora cingindo-se a sociedades cotadas em bolsa.

⁷⁵ RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998, Vol. 106, p. 1141

⁷⁶ LA PORTA, *et. al.*, *Law...*, pp. 1113– 1155.

Relevância das Posições de Domínio



Fonte: CMVM - Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2012.

Deste gráfico se retira que “em 24 sociedades [das 44 sociedades de direito nacional com ações cotadas na Euronext Lisbon que foram analisadas] uma pessoa física ou jurídica exercia domínio nos termos do artigo 21º do Código dos Valores Mobiliários (controlava pelo menos 50% dos direitos de voto). Estas 54,5% das empresas representavam 35,0% da capitalização acionista total, donde se conclui que as posições dominantes existiam maioritariamente em empresas de menor dimensão [entre as cotadas].”⁷⁷

É de notar que, atendendo agora a dados de 2009 (que se mantêm bastante atualizados), das 49 empresas cotadas no mercado regulamentado *Euronext Lisbon*, apenas 12 eram consideradas sociedades de capital disperso⁷⁸. José Paulo Esperança,

⁷⁷ CMVM - Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2012

⁷⁸ PAULO ESPERANÇA, *et. al.*, cit., pp. 236-244. Estes autores partem da definição de capital disperso utilizada em LA PORTA, *et. al.*, *Law...*, pp. 1113– 1155, obra em que é considerado que uma empresa não tem sócio controlador quando a maior participação, direta ou indireta, no seu capital é inferior a 20%.

entre outros autores,⁷⁹ evidencia que em Portugal existe uma correlação negativa significativa entre a concentração da propriedade e a dimensão das empresas. Mais, evidencia que destas mesmas 49 empresas, 13 possuíam um presidente executivo que era simultaneamente acionista controlador, ou membro da família que ocupa essa posição. Identifica assim que, em Portugal, o tecido empresarial é largamente dominado por famílias. Acrescenta ainda que, conforme defendemos *supra*, esta concentração pode contribuir para o alinhamento dos interesses de gestores e acionistas, embora possa fazer surgir conflitos entre os acionistas com controlo e minoritários, que são os BPC, objeto do nosso estudo.

La Porta, entre outros autores⁸⁰, examina a concentração acionista nas maiores empresas cotadas de 49 países e encontra uma forte correlação negativa entre a concentração acionista e a qualidade da proteção dos investidores, ou seja, os sócios minoritários. No seu estudo, este autor apura as participações dos três maiores acionistas das dez maiores empresas privadas de cada um dos países analisados, demonstrando que, em Portugal, estas representam em média 52% do capital, sendo o indicador de 54% na média dos países de *civil law* de origem francesa e 34% nos países de *civil law* de origem alemã.⁸¹

Conforme pretendemos expor, o mercado português é assim caracterizado por uma elevada concentração accionista num reduzido número de sócios. Esta concentração representa muitas vezes a existência de uma posição de controlo, que propicia a extração de BPC à custa dos restantes sócios, fazendo de Portugal um exemplo claro da existência deste tipo de práticas. Isto significa, tendo em conta o exposto, que Portugal apresenta um baixo índice de proteção dos investidores.

⁷⁹ JOSÉ PAULO ESPERANÇA, *et. al*, cit., pp. 236-244.

⁸⁰ LA PORTA, FLORENCIO *et. al.*, *Law...*, pp. 1113 – 1155.

⁸¹ Apesar de os países de *common law* de origem inglesa não serem aqueles em que este indicador é, em média, mais baixo, devido, segundo cremos, a questões culturais e sociais dos países asiáticos ainda em desenvolvimento, o Reino Unido e os E.U.A. apresentam os valores mais baixos de entre os países ocidentais com, respetivamente, 19% e 20%.

5. Oportunidade, âmbito e forma de limitar os Benefícios Privados do Controle

(i) Oportunidade e âmbito da limitação

A teoria tradicional de análise económica do Direito (*Law & Economics*) sustentava que não era necessária a proteção legal do investidor, uma vez que partia do pressuposto que as relações económicas eram estabelecidas entre agentes sofisticados que teriam interesse em alinhar as suas vontades e vincular-se contra abusos através da celebração de contratos. A prática demonstra que este liberalismo potencia a criação de situações de grande injustiça. A expropriação de valor pelo controlador aos minoritários é um caso paradigmático.

Tendo como base toda a exposição que antecede, importa agora questionar até que ponto é importante que sejam desenvolvidos esforços no sentido de limitar a extração de BPC e qual o alcance e a forma mais viável para o fazer. Óbvio será, desde logo, que o investimento na empresa por parte dos acionistas que não detêm o controlo da sociedade deverá ser protegido e, portanto, as formas mais alarmantes de extração de benefícios privados, como por exemplo os negócios com partes relacionadas que sejam prejudiciais para a sociedade, deverão ser combatidos. A questão central é assim a de saber se todo o tipo de benefícios privados, incluindo aqueles que em nada prejudicam os sócios minoritários, deverão ser limitados.

Vários autores têm relacionado a limitação dos BPC através da maior proteção do investidor com o desenvolvimento económico. Por exemplo, La Porta, entre outros autores⁸², defende que esta proteção do investidor será relevante a três níveis:

1. Padrões de propriedade das sociedades – quando a proteção do investidor é maior, o controlo tem menor valor intrínseco, pois a possibilidade de extração de BPC é mais reduzida. Assim, será menos vantajoso para o controlador manter o seu bloco de ações intacto, sendo deste modo favorecida a dispersão do capital.
2. Desenvolvimento dos mercados financeiros – a proteção do investidor encorajará assim o desenvolvimento dos mercados financeiros pois os investidores, uma vez protegidos da expropriação, estarão dispostos a pagar mais pelos valores

⁸² LA PORTA, *et. al.*, *Investor...*, pp. 3-27.

mobiliários emitidos. Estas considerações aplicar-se-ão quer aos acionistas, quer aos restantes investidores que subscrevam, por exemplo, obrigações. Este autor demonstra que nos países onde a proteção do investidor é mais elevada, o mercado de ações é mais valioso.

3. Alocação de recursos reais – efeito nos mercados financeiros pode provocar uma enorme aceleração do crescimento económico de três formas⁸³: (i) aprimorar as poupanças; (ii) canalizar estas poupanças para o investimento real; e (iii) se os agentes financeiros exercem algum controlo sobre as decisões de investimento dos gestores da empresa, o desenvolvimento financeiro permite a fluência do capital para os meios mais produtivos e, portanto, aumenta a eficiência da alocação de recursos.

Não é, no entanto, pacífica a relação entre a maior proteção do investidor e o desenvolvimento económico. Dyck e Zingales⁸⁴ consideram que, embora seja verdade que a maior proteção do investidor potencia o desenvolvimento do mercado de capitais, tal não implica necessariamente uma maior eficiência económica. Isto porque, em primeiro lugar, uma vez que o acionista controlador possa, por exemplo, explorar de forma privada oportunidades noutras linhas de negócio de que tenha conhecimento, em virtude da sua participação na empresa, estas podem revelar-se valiosas para a economia, mas que nenhum valor acrescentariam à empresa. Em segundo lugar, a existência de BPC pode potenciar a aquisição desta empresa por um agente económico que lhe traga valor acrescentado, que de outra forma não a adquiriria.

Assim cabe discutir qual a amplitude desejável da limitação de BPC. Partindo da anteriormente apresentada categorização dos BPC em idiossincráticos, distorcivos e diversivos (*supra*, p. 16), Paces⁸⁵ considera que os primeiros representam a recompensa pelo empreendedorismo do controlador, uma vez que o premeiam pelos seus investimentos específicos e inobserváveis na empresa. A sua limitação, através da proteção fundamentalista do investidor limitará o empreendedorismo e fará com que o

⁸³ Citando T. BECK, R. LEVINE, e N. LOAYZA, *Finance and the sources of growth*, in *Journal of Financial Economics* 58, pp. 261-300.

⁸⁴ DYCK e ZINGALES, cit., p.8.

⁸⁵ PACES, cit., pp. 10 e ss.

controlador de uma empresa fique relutante em se financiar no mercado acionista. Mais, a eventual existência de uma regra de repartição do prémio de controlo poderá também desencorajar o empreendedorismo do controlador, uma vez que condicionará a possibilidade de este ser recompensado *a posteriori*. Condicionará ainda a escolha eficiente da estrutura de capital e as aquisições da empresa que se demonstrariam valiosas para todos os sócios.

A extração de BPC idiossincráticos poderá, assim, ser eficiente, uma vez que encoraja o empreendedorismo do sócio que detém o controlo. Desta forma se pode defender a importância da existência de um sócio controlador e da separação entre os chamados direitos residuais de controlo e a propriedade da empresa.

Pode assim concluir-se que não deverão ser limitados os BPC idiossincráticos. Ao contrário dos BPC distorcivos e diversivos, que implicam a diminuição do valor do investimento dos restantes sócios, aqueles são-lhes indiferentes.

Em geral, os BPC idiossincráticos não terão valor económico intrínseco, sendo representado muitas vezes pelo mero valor psicológico do controlo, mas passarão a ter valor de mercado no caso de uma aquisição em que seja pago um prémio de controlo. Desde que a proteção do investidor contra a extração de BPC distorcivos e diversivos seja efetiva, é este valor próprio do controlo, diferente do valor da propriedade da empresa (que a todos aproveita), que deverá ser preservado. Os BPC não representam assim um problema de ineficiência, apenas uma questão distribucional^{86/87}.

(ii) *Forma da limitação*

Cabe, nesta sequência, saber quais os elementos relevantes na limitação de BPC. Estes podem, segundo La Porta, categorizar-se em fatores: legal e funcional⁸⁸.

O fator legal é aquele que incide sobre a alteração das normas, a sua aplicabilidade e o sistema judicial de um país. A limitação dos benefícios passa pela eficácia (*enforcement*) da lei, i.e. a sua aplicação prática efetiva, pelas normas sobre

⁸⁶ *Ibidem*; DYCK e ZINGALES, cit., pp. 8 e 25.

⁸⁷ La Porta, mesmo defendendo a relação entre a maior proteção do investidor e o desenvolvimento económico, reconhece a falibilidade da teoria, uma vez que existem países ricos em que o mercado de ações é muito concentrado - LA PORTA, *Law...*, pp. 1113–1155.

⁸⁸ LA PORTA, *Investor...*, pp. 3-27.

transparência, standards contabilísticos e proteção das minorias e ainda pelas normas sobre ofertas públicas (e ofertas obrigatórias) ⁸⁹.

O fator funcional, por sua vez, não depende da vontade de conformação do legislador e baseia-se em mudanças descentralizadas e baseadas no mercado. Consiste na possibilidade de as empresas adotarem mecanismos “*opt-in*”, i.e., enveredar pela aplicação de regimes legais (optativos) mais tutelares do investidor do que a lei imperativa, transmitindo-lhe confiança no investimento, assumindo o compromisso de superiores padrões de transparência e um leque mais alargado de direitos do investidor ⁹⁰.

Apesar dos diversos mecanismos possíveis, e ainda que todos possam contribuir para uma melhor Governança Societária, é através do desenvolvimento do fator legal que se limita a extração de BPC ⁹¹. Só com uma lei protetiva e com a necessária segurança jurídica os investidores estarão dispostos a financiar as empresas, *maxime*, através do mercado de ações ⁹². A eficácia dos restantes mecanismos não dependerá da livre conformação legislativa, pelo que, por si só, não resolverão problemas de extração de BPC à custa de minoritários em países em que isto represente um verdadeiro problema.

⁸⁹ NENOVA, cit., pp. 325-351.

⁹⁰ Vários autores categorizam paralelamente outros mecanismos a que chamam extra-legais, como os seguintes: (i) concorrência no mercado – a existência de um mercado mais concorrencial limita os BPC pois torna mais verificáveis os preços de transferência praticados e faz com que as distorções a este nível comprometam a sobrevivência da empresa; (ii) pressão da opinião pública – o desvio dos recursos da empresa pelo controlador pode afetar negativamente a sua reputação, podendo ser uma ferramenta quer dos ativistas quer do regulador; (iii) policiamento interno através de normas morais – o controlador pode dar maior ou menor importância às normas morais (iv) pressões internas dos trabalhadores – os trabalhadores da empresa estão bem posicionados para se insurgirem contra práticas abusivas, no entanto podem não ter acesso à informação necessária ou podem simplesmente estar alinhados com as práticas do controlador; (v) monitorização da administração fiscal – partilha com os minoritários o objetivo de controlar as receitas da empresa e de obter uma percentagem delas, por exemplo através do controlo dos preços de transferência. Embora estes autores lhes atribuam muita importância, consideramos que, como a sua formulação e eficácia não pode ser livremente moldada pelo legislador (exceto a monitorização pela administração fiscal), não poderão ser considerados mecanismos viáveis de limitação dos BPC.

⁹¹ LA PORTA, *Investor...*, pp. 3-27.

⁹² *Ibidem*.

III. BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLO NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS

Foi referido que em Portugal a estrutura de capital é muito concentrada e que esse facto comprova a existência de uma ampla margem de BPC. Faremos agora uma necessariamente breve análise da forma como o ordenamento jurídico português influencia a extração de BPC. Não abordaremos as normas penais que poderão ser aplicáveis aos casos mais graves de extração de BPC, nem analisaremos os deveres dos administradores, apesar de poderem ser relevantes nos casos em que a extração de BPC conta com colaboração da administração, pois não assumem uma relevância central para a nossa análise.

(i) *Deveres de lealdade dos sócios*⁹³

Apesar de, diversamente do que sucede com os administradores⁹⁴, não existir uma previsão legal específica de um dever geral de lealdade dos sócios para com a sociedade e com os restantes sócios, enquanto dever de promoção do interesse social, alguma doutrina considera que este dever existe na nossa ordem jurídica. Para a mesma doutrina, esta será uma das vertentes que o dever de lealdade em Direito Societário pode assumir, manifestando-se no *status* dos sócios, que consiste numa posição complexa que implica uma série de direitos e deveres, por efeito da sua participação na sociedade⁹⁵.

A referida doutrina, que admite a existência deste dever de lealdade, argumenta que ele se manifesta no artigo 242.º n.º 1 do CSC, embora no regime das sociedades por quotas, a propósito da exclusão judicial de sócios da sociedade^{96/97}. Segundo esta previsão, pode ser decretada pelo tribunal a exclusão da sociedade de um sócio que,

⁹³ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, cit., §494 e ss.

⁹⁴ Artigo 64.º n.º 1 al. b) do CSC.

⁹⁵ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A Lealdade no Direito das Sociedades*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ISSN 0870-8118. Vol. 3, n.º 66, 2006, pp. e 1033 e ss..

⁹⁶ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, Almedina, 2005, p. 304.

⁹⁷ No sentido da possibilidade de aplicação desta norma a sociedades anónimas, embora sem a relacionar com um dever de lealdade, vd. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, AA.VV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. III, Almedina, 2011, pp. 583-590.

através do seu “*comportamento desleal ou gravemente perturbador do funcionamento da sociedade, lhe tenha causado ou possa vir a causar-lhe prejuízos relevantes.*”⁹⁸

Nestes termos, a admitir-se a sua existência, este dever de lealdade pode constituir uma fator fortemente condicionante dos BPC distorcivos e diversivos, uma vez que estes implicam prejuízos (mais ou menos relevantes consoante o caso concreto) para a sociedade e, portanto, para os restantes sócios, pela diminuição dos lucros em que estes podem participar. Estes termos não serão impeditivos dos BPC idiossincráticos, aqueles cuja existência considerámos eficiente, uma vez que não são prejudiciais para os restantes sócios.

Pela especial importância dos deveres de lealdade no direito das sociedades, estes manifestam-se, mais ou menos diretamente, nalguns dos preceitos que se seguem.

(ii) *Vantagens de fundador*⁹⁹

O CSC não veda a possibilidade de, por efeito da constituição da sociedade, serem atribuídas vantagens especiais¹⁰⁰, de carácter fundamentalmente patrimonial, aos sócios fundadores, apenas determinando que a atribuição dessas vantagens deverá constar do contrato de sociedade (n.º 1 do artigo 16.º), sob pena de ineficácia (n.º 2). Com o registo do contrato, estas vantagens consideram-se assumidas pela sociedade (al. a) do n.º 1 do artigo 19.º)

Também no regime da constituição de sociedade com apelo à subscrição pública, se determina a divulgação, no projeto apresentado ao público, da atribuição de qualquer vantagem de fundador (al. b) do n.º 6 do artigo 279.º do CSC). Prevê-se ainda neste regime, diversamente do que sucede no artigo 16.º, que a vantagem em causa não pode ser outra que não a atribuição de uma fração de, no máximo, um décimo dos lucros líquidos da sociedade, por um período que não exceda um terço da duração da mesma e nunca superior a cinco anos (n.º 8).

⁹⁸ No sentido da inexistência de um dever de lealdade dos sócios, pode argumentar-se que deste preceito não se retira uma obrigação de proceder (de forma ativa) segundo um critério de lealdade, mas um mero dever, de alcance mais restrito, de não adotar condutas desleais.

⁹⁹ PAULO OLAVO CUNHA, cit., pp. 159, 198-199 e 244-248.

¹⁰⁰ Que não se confundem com os direitos especiais do artigo 24.º. JORGE COUTINHO DE ABREU, cit., Vol. I, 2010, pp. 282-283.

Apesar de estes regimes se aplicarem independentemente de os sócios em causa virem a deter o controlo da sociedade, certo é que um sócio que se disponha a entrar com uma elevada percentagem do capital pode utilizar a sua força negocial para assegurar vantagens especiais. Enquadrar-se-ão, nesse caso, na definição de BPC embora, diversamente dos exemplos que vimos, estejam “oficializados” no contrato de sociedade.

(iii) *Proibição de voto e anulação de deliberações sociais*

Quando uma deliberação verse sobre qualquer relação, estabelecida ou a estabelecer, entre a sociedade e um acionista, que não esteja relacionada com o contrato de sociedade, o acionista em causa não poderá votar (artigo 384.º n.º 6 al. d) do CSC). Se, ainda assim, o sócio votar nessa deliberação, esta será anulável, por vício de conteúdo¹⁰¹ (al. a) do n.º 1 do artigo 58.º).

Estabelece ainda o artigo 58.º n.º 1 al. b) do CSC a anulabilidade das deliberações abusivas, *i.e.*, das deliberações dos sócios que (sem violar disposições específicas da lei ou dos estatutos) sejam passíveis de, prejudicando a sociedade, satisfazer o propósito de um deles, ou conferir vantagens especiais ao próprio ou a terceiros, ou sejam simplesmente prejudiciais para a sociedade ou para os restantes sócios (deliberações *emulativas*)¹⁰². Sendo exigida a existência de prejuízos, esta disposição impede apenas a extração de BPC distorcivos e diversivos, permanecendo salvaguardados os idiossincráticos.

No entanto, apenas em alguns casos estas normas terão por efeito evitar a extração de BPC, uma vez que a gestão corrente das atividades da sociedade, em que os negócios com o controlador em regra se incluem, compete ao conselho de administração da sociedade (artigo 405.º n.º1 do CSC).

¹⁰¹ JORGE COUTINHO DE ABREU, cit., Vol. I, 2010, pp. 669-683.

¹⁰² *Ibidem*. Para este autor, dado que “o dano relevante não é o de todo qualquer sócio”, apenas daquele(s) que “não votaram com os propósitos citados. Sendo assim, seria preferível ou bastante que a norma em apreço fizesse referência apenas ao prejuízo de sócios (minoritários).” Cfr. p. 679.

(iv) *Negócios da sociedade com o sócio controlador*¹⁰³

Como já foi referido, é nos negócios celebrados entre o sócio controlador e a sociedade que mais frequentemente se verifica a extração de BPC. Não existe, no Direito Português, uma norma que preveja a apreciação da generalidade destes negócios, quer pela administração, quer pelos restantes sócios.¹⁰⁴

Apenas se prevê no artigo 397.º n.º 2 do CSC que “*são nulos os contratos celebrados entre a sociedade e os seus administradores, diretamente ou por interposta pessoa, se não tiverem sido previamente autorizados por deliberação do conselho de administração, no qual o interessado não pode votar, e com parecer favorável do conselho fiscal ou da comissão da auditoria*”. Nos termos do n.º 4 do mesmo artigo, o conselho de administração deve especificar no seu relatório anual as autorizações que tenha concedido neste âmbito e o relatório do conselho fiscal ou da comissão de auditoria deve mencionar os respetivos pareceres. Porém, estes preceitos não se aplicam quando se trate de ato “*compreendido no próprio comércio da sociedade e nenhuma vantagem especial seja concedida ao contraente administrador*” (n.º 5)¹⁰⁵.

Apesar de esta norma ser eventualmente extensível a contratos celebrados entre a sociedade e terceiros representados pelo mesmo administrador ou que tenham administradores comuns, não poderá considerar-se a sua aplicação aos contratos celebrados entre a sociedade e o controlador, uma vez que “*o grau de insegurança jurídica sobrepõe-se às razões justificativas*” de uma eventual aplicação desta solução¹⁰⁶. Esta será, por ventura, a grande falha do Direito Português quanto à limitação da extração de BPC à custa dos acionistas minoritários, pelo que seria aconselhável uma alteração legislativa naquele sentido. No entanto não será também desejável que o poder de aprovação seja alocado aos sócios minoritários, o que seria um mecanismo desajustado, uma vez que estariam a intervir demasiado na gestão corrente da empresa.

¹⁰³ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos...*, pp. 75-213.

¹⁰⁴ Apenas quanto ao regime das quase entradas existe a aprovação pela assembleia geral e apreciação por um revisor oficial de contas da aquisição de bens a um sócio (artigo 29.º). *Ibidem*.

¹⁰⁵ *Ibidem*. Este autor critica a discricionariedade trazida por solução, uma vez que é ao administrador interessado que cabe avaliar se o negócio cabe no comércio da sociedade e se lhe é conferida alguma vantagem especial.

¹⁰⁶ *Ibidem*.

(v) *Aquisição de bens a acionistas*¹⁰⁷

De entre os negócios que podem ser celebrados com sócios, o CSC apenas versa sobre aqueles que consistem na aquisição de bens a acionistas, eventualmente por ser nestes que mais facilmente se podem criar situações de grande prejuízo para a sociedade.

Neste sentido, estabelece o artigo 29.º que a aquisição de bens a acionistas, efetuada antes ou nos dois anos seguintes à constituição da sociedade ou a aumento de capital, deve ser perviamente aprovada em assembleia geral (para além da verificação dos requisitos dos números 3 e 4), sob pena de ineficácia, sempre que, cumulativamente, (i) a contraparte seja, direta ou indiretamente, um sócio fundador ou pessoa que se torne sócia durante aquele prazo; (ii) a contraprestação paga àquele acionista exceda, naquele período, 10% do capital social; e (iii) o contrato seja concluído antes do termo daquele prazo. Para além destes requisitos, excluem-se ainda as aquisições feitas em bolsa ou em processo judicial executivo, ou que estejam compreendidas no objeto da sociedade.

Este mecanismo parece ser muito eficaz no que se refere à limitação dos BPC que podem resultar daqueles negócios de aquisição de bens a acionistas, sujeitando o valor dos bens à verificação por parte de um ROC e impedindo o sócio interessado de votar na respetiva assembleia geral (n.º 3 do artigo 29.º). No entanto, pela exigência dos requisitos cumulativos, quanto ao período de celebração dos contratos e quanto à sua contraparte, se compreende que este artigo tem âmbito de aplicação reduzido, destinando-se essencialmente a evitar as entradas em espécie dissimuladas, contornando o artigo 28.º¹⁰⁸.

Nestes termos, apenas nos negócios abrangidos por aquele artigo estarão os sócios minoritários devidamente acautelados nos casos em que o sócio controlador celebre contratos com a sociedade em prejuízo da mesma, obtendo desta forma um benefício privado.

¹⁰⁷ PAULO OLAVO CUNHA, cit., pp. 832-834.

¹⁰⁸ JORGE COUTINHO DE ABREU, cit., Vol. I, 2010, pp. 465-670.

(vi) *Responsabilidade do sócio controlador por influência exercida sobre membro da administração*¹⁰⁹

Nos termos do artigo 83.º n.º 4 do CSC, o sócio controlador que, utilizando a influência que tem sobre a administração por força do seu poder de destituição dos administradores da sociedade, determine um administrador a praticar ou omitir um ato que configure uma situação de responsabilidade civil deste para com a sociedade ou sócios, responde solidariamente com ele.

Para alguns autores, o artigo 83.º e, em especial, este n.º 4, consagra uma manifestação do dever de lealdade dos sócios. Subjacente a este preceito está a intenção de proteger o património da sociedade e dos acionistas, a integridade da conduta da administração e a autonomia da formação da vontade da sociedade, face à possível influência de um determinado sócio¹¹⁰.

Este preceito pode ter uma larga aplicabilidade na prevenção da extração de benefícios privados, uma vez que em certos casos esta é difícil de ocorrer sem a “cumplicidade” da administração da sociedade ou, pelo menos, parte dela¹¹¹. Importa referir que os administradores estão expressamente vinculados ao dever de lealdade previsto no artigo 64.º n.º 1 al. b) que será, na medida do artigo 83.º n.º 4, aplicável aos sócios, ainda que não se professe a existência de um dever de lealdade específico destes.

(vii) *Remuneração dos sócios gerentes*¹¹²

Como referimos, a autoatribuição de um salário elevado é uma forma comum de BPC. Embora sem paralelo no regime das sociedades anónimas, existe para as sociedades por quotas uma norma que estabelece que as remunerações dos sócios gerentes podem ser reduzidas pelo tribunal, a pedido de qualquer sócio, quando forem gravemente desproporcionadas (quer em relação ao trabalho prestado, quer tendo em

¹⁰⁹ JORGE COUTINHO DE ABREU, cit., Vol. I, 2010, pp. 952-964.

¹¹⁰ *Ibidem.* p. 955-955.

¹¹¹ Para uma problematização mais detalhada deste preceito, incluindo a eventual inaplicabilidade aos modelos de governação em que se exige a destituição por justa causa e os casos em que a administração atue ao abrigo de uma deliberação dos sócios (artigo 72.º n.º 5), vide JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos...*, pp. 75-213.

¹¹² PAULO OLAVO CUNHA, cit., pp. 685-686; JORGE COUTINHO DE ABREU, cit., Vol. IV, 2012, pp. 105-110.

conta a situação da sociedade). Esta redução, prevista no n.º 2 do artigo 255.º, constitui uma importante salvaguarda por parte dos restantes sócios, nos casos em que o sócio gerente detenha o controlo, podendo desta forma, salvo nos referidos casos em que a deliberação seja abusiva (al. b) do n.º 1 do artigo 58.º), fixar a sua própria remuneração num montante exagerado.

(viii) *O acionista controlador como administrador de facto*

No sentido da limitação da extração de BPC pelo sócio controlador, existe ainda a possibilidade de aplicação da doutrina do administrador *de facto*. Segundo esta doutrina, é possível aplicar as normas que regulam a responsabilidade civil dos administradores da sociedade (artigo 71.º e seguintes do CSC) a um indivíduo que assume, em termos substantivos, o cargo de administrador, sem que esta assunção “*seja suportada em ato designativo idóneo*”¹¹³.

Nestes termos, caso se considere que o sócio controlador, apesar de não ter título bastante, exerce funções próprias dos administradores de direito, poderá ser responsabilizado nos termos em que estes o são, pela violação daquelas normas de conduta^{114/115}. A solução legal aplicável a uma hipótese destas deverá passar pela sua submissão ao regime da representação sem poderes, previsto no artigo 268.º do Código Civil¹¹⁶.

(ix) *Deveres de informação*¹¹⁷

Resulta do artigo 66.º-A n.º 2 do CSC que as sociedades que não elaboram as suas contas de acordo com as normas internacionais de contabilidade devem “*proceder à divulgação, no anexo às contas, de informações sobre as operações realizadas com partes relacionadas, incluindo, nomeadamente, os montantes dessas operações, a*

¹¹³ PAULO OLAVO CUNHA, cit., p. 509.

¹¹⁴ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos...*, pp. 75-213.

¹¹⁵ Poderá aqui, mais uma vez, ser extensível ao sócio o dever de lealdade dos administradores, previsto no artigo 64.º n.º 1 al. b) do CSC.

¹¹⁶ PAULO OLAVO CUNHA, cit., p. 509.

¹¹⁷ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei n.ºs 158/2009 e 185/2009*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número 33, 2009.

natureza da relação com a parte relacionada e outras informações necessárias à avaliação da situação financeira da sociedade, se tais operações forem relevantes e não tiverem sido realizadas em condições normais de mercado que as sociedades devem prestar informação, no anexo às contas”.^{118/119}

Ora, a aplicação destes deveres de informação apenas quando as “operações forem relevantes” e “não tiverem sido realizadas em condições normais de mercado”, introduz a necessidade de preenchimento destes conceitos indeterminados. Num caso em que estas operações visem beneficiar o sócio controlador, não se pode esperar que seja a própria administração a reconhecer a sua relevância. Assim, esta responsabilidade (e a esperança) recai exclusivamente sobre o revisor oficial de contas, na sua análise das contas da sociedade¹²⁰.

Também as normas do artigo 245.º-A n.º 2, por remissão para o Regulamento 1/2010 (capítulos III.12 e III.13), e artigo 246º do CVM ditam respetivamente obrigações de informação anual e semestral, por parte de sociedades cotadas, sobre negócios que a sociedade tenha celebrado com o controlador. Embora o Regulamento 1/2010 tenha já eliminado substancialmente a discricionariedade, parecendo aplicar-se a todos estes negócios, o artigo 246.º continua aplicar-se apenas às “principais transações relevantes (...) que tenham afetado significativamente” a situação financeira da sociedade, mantendo uma elevada margem de interpretação pela administração.

Cabe ainda notar a ampla aplicação em Portugal, por via do Decreto-Lei 158/2009, de 13 de Julho, das normas internacionais de contabilidade (NIC) compostas pelos *International Accounting Standards* (IAS) e pelos *International Financing Reporting Standards*, adotadas pelo Regulamento (CE) n.º 1606/2002. Estas normas constituem as consideradas melhores práticas contabilísticas a nível internacional, e

¹¹⁸ Norma semelhante, com exceção explícita das operações intragrupo, se aplica às sociedades obrigadas à consolidação de contas e que não elaboram as suas contas de acordo com as normas internacionais de contabilidade (artigo 508.º-F n.º2).

¹¹⁹ Para uma descrição sistematizada da Norma Contabilística e de Relato Financeiro 5 – Divulgações de Partes Relacionadas, vd. JORGE COUTINHO DE ABREU, cit., Vol. I, 2010, pp. 793-799.

¹²⁰ A ineficácia deste mecanismo é alarmante nos casos em que as sociedades por quotas não estão obrigadas à designação de um ROC (n.º 2 do artigo 262.º). JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos...*, pp. 75-213.

cujas normas sobre a divulgação de negócios com partes relacionadas parecem atingir os melhores parâmetros de limitação da extração de BPC.¹²¹

(x) *Regras sobre as ofertas públicas*

Estabelece o artigo 187.º do CVM que, nos casos em que um acionista cuja participação numa sociedade aberta ultrapasse, direta ou indiretamente, um terço ou metade dos direitos de voto, deverá lançar uma oferta pública sobre a totalidade do capital dessa sociedade, a não ser que o sócio sujeito a esta obrigação prove que não tem o domínio da sociedade. Neste seguimento, o artigo 188.º do CVM estabelece a contrapartida que deverá ser oferecida na referida oferta.^{122/123}

Estas normas são determinadas pelo princípio da igualdade de tratamento dos sócios, promovendo a repartição do prémio de controlo.¹²⁴ No entanto, e como já referimos, normas desta natureza podem ser economicamente ineficientes, aumentando os custos da aquisição do controlo por um agente que poderia trazer melhorias de gestão à empresa, aumentando desta forma os benefícios partilhados. A contrapartida fixada por critérios legais parte do pressuposto, que não sustentamos, de que o valor intrínseco do controlo pertence à empresa, visando permitir aos minoritários beneficiar do prémio de controlo. Se a extração de benefícios distorcivos e diversivos estiver devidamente vedada, o prémio de controlo deverá pertencer ao primitivo controlador, como compensação pelos benefícios privados idiossincráticos.

(xi) *Princípio “comply or explain”*

Para além destes mecanismos legais imperativos, existem outros cuja efetiva aplicação depende da vontade da sociedade em questão. Estes são compostos pelos chamados mecanismos de *soft law*, que são aqueles que representam “*manifestações*

¹²¹ *Ibidem.*

¹²² Estas normas resultaram da transposição da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004, relativa às ofertas públicas de aquisição.

¹²³ PAULO CÂMARA, cit., pp. 644 e ss.

¹²⁴ ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, cit., §494 e ss.

recomendatórias ou interpretativas com influência na conformação do comportamento dos participantes no mercado”¹²⁵.

É exemplo destes mecanismos o Código de Governo das Sociedades (CGS) divulgado pela CMVM e aplicável, nos termos do Regulamento da CMVM n.º 1/2010, às “*sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal*”. Este código encerra um conjunto de meras recomendações, *i.e.*, práticas não obrigatórias cuja adoção é considerada relevante do ponto de vista do bom governo das sociedades. Estas recomendações têm como *ratio* o princípio “*comply or explain*” que dita que apenas as aquelas que são cumpridas ou cujo não cumprimento esteja validamente fundamentado, serão consideradas “adotadas”.

Nos termos da alínea n) do n.º 1 do artigo 245.º-A do CVM, as sociedades sujeitas ao CGS, como é portanto o caso das sociedades cotadas, devem divulgar no seu relatório anual de gestão “*um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário*”¹²⁶. É neste relatório que, com referência a cada recomendação, se incluem as menções “adotada” ou “não adotada”.

Estas medidas, sendo facultativas, enquadram-se no fator funcional de limitação dos BPC anteriormente referido (cfr. p. 35). Configuram, portanto, mecanismos “*opt-in*”, cuja eficácia depende da importância que o investidor dá a este relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário. Apenas se o cumprimento daquelas recomendações for utilizado como critério decisivo para as decisões dos investidores, as sociedades tenderão a cumpri-los para poder beneficiar do mercado acionista enquanto fonte de financiamento.

Relativamente à limitação dos BPC, o CGS contém recomendações no sentido de assegurar o respeito pelos interesses da sociedade em caso de adoção quaisquer medidas destinadas a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição, bem como a reprovação de medidas defensivas que provoquem uma erosão grave do património da sociedade (§I.6. do CGS). Existem ainda recomendações no sentido de assegurar que quaisquer

¹²⁵ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Almedina, 2011, pp. 74-77.

¹²⁶ A redação deste artigo resulta da transposição para o ordenamento jurídico nacional da Diretiva 2006/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, por via do Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto.

negócios celebrados entre a sociedade e acionistas que, direta ou indiretamente, detenham uma participação qualificada na sociedade, são realizados em condições normais de mercado e são submetidos a parecer prévio do órgão de fiscalização (§IV.1. do CGS).

(xii) *Preços de transferência*

Conforme anteriormente referido (*supra*, nota ⁹⁰), a administração fiscal pode ter um papel importante na monitorização da extração de BCP, uma vez que partilha com os sócios minoritários o objetivo de controlar as receitas da empresa e obter uma percentagem das mesmas. Por ventura a mais relevante intervenção da administração fiscal a este nível é o controlo dos preços de transferência. Com efeito, estabelece o artigo 63.º n.º 1 do Código do IRC (CIRC) que “*nas operações comerciais (...) efetuadas entre um sujeito passivo e qualquer outra entidade, sujeita ou não a IRC, com a qual esteja em situação de relações especiais* (definidas no n.º 4), *devem ser contratados, aceites e praticados termos ou condições substancialmente idênticos aos que normalmente seriam contratados, aceites e praticados entre entidades independentes em operações comparáveis.*” Consagra-se assim, para estas operações, um primado das condições gerais de mercado. Os sujeitos passivos de IRC devem divulgar, na declaração anual de informação contabilística e fiscal, a existência ou inexistência de operações com entidades com quem estejam em situação de relações especiais previstas no n.º4¹²⁷.

A monitorização dos preços de transferência é uma forma eficiente de controlar a extração de BPC à custa dos acionistas através da celebração de negócios com partes relacionadas. No entanto, enfrentará sempre o obstáculo de saber quais são os “*termos ou condições* [de mercado] *substancialmente idênticos aos que normalmente seriam contratados, aceites e praticados entre entidades independentes em operações comparáveis*”, uma vez que, conforme constatámos (*supra*, nota ²⁶), os economistas podem legitimamente discutir qual o “justo” preço de transferência de uma determinada transação.

¹²⁷ Artigo 63.º n.º 7, 117.º e 121.º do CIRC.

(xiii) *Eficácia da lei*

Elemento considerado fundamental na limitação de BPC é a eficácia da lei (*enforcement*)¹²⁸. Ainda que resulte, da análise que temos vindo a fazer, que o nosso sistema legal não é isento de críticas quanto á limitação da extração de BPC distorcivos e diversivos (aqueles cuja limitação é desejada), o problema pode estar por vezes na sua aplicabilidade. Se quanto às entidades que se encontram sob a alçada da CMVM, como as sociedades cotadas, existe uma margem de conformação que permite ao regulador uma ação rápida e eficaz quanto a problemas concretos, já nas sociedades em que o regulador não tem jurisdição, o mecanismo de aplicação das normas é, por excelência, o tribunal.

Certos estudos, que versam sobre a proteção dos investidores, colocam Portugal numa boa posição no *ranking* internacional¹²⁹. Porém, constatamos que estes relatórios não focam a eficácia dos tribunais, que consideramos ser um indicador fundamental da efetiva proteção do investidor. Sem o tomar em conta, apenas se avaliará a proteção jurídica teórica (e não prática) do investidor. Se a ineficácia do sistema judicial impedir o funcionamento dos mecanismos legais tutelares dos minoritários, o sócio controlador poderá, impunemente, extrair BPC à custa daqueles.

IV. BALANÇO E CONCLUSÃO

Com o presente estudo pretendemos demonstrar, em primeiro lugar, a relevância da teoria dos BPC. Esta relevância será tanto maior quanto mais concentrado for o mercado acionista de um determinado país, uma vez que a existência de um sócio controlador é requisito da extração de benefícios privados. É, portanto, nestes casos, que o interesse económico dos sócios minoritários carece de maior proteção, dado que estes investem o seu capital nas sociedades com o propósito de delas extraírem lucros na proporção da sua participação.

¹²⁸ NENOVA, cit., p. 327.

¹²⁹ Por exemplo SIMEON DJANKOV, RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES e ANDREI SHLEIFER, *The Law and Economics of Self-Dealing* e o relatório *Portugal – Doing Business 2013*. Vd. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos...*, pp. 75-213.

Portugal é, como referimos, um caso paradigmático de concentração acionista. Como tal, os BPC assumem grande importância no nosso país e não encontramos, entre nós, uma abordagem à medida do interesse que lhes reconhecemos.

Ao longo da nossa exposição teórica, argumentámos que apenas aqueles benefícios privados que são extraídos “à custa” dos sócios que não detêm o controlo da sociedade deverão ser limitados. Alicerçados na conceção de Paces¹³⁰ de que os BPC se podem subdividir em idiossincráticos (*idiosyncratic*), distorcivos (*distortionary*) e diversivos (*diversionary*), defendemos que estes dois últimos tipos de benefícios serão aqueles que diminuem o valor das participações dos sócios minoritários e, portanto, devem ser limitados. Embora a extração de BPC possa ser amplamente influenciada de diversas formas, a lei é o mecanismo indicado para o fazer, através da proteção dos acionistas minoritários, uma vez que esta é livremente moldável pelo legislador.

Defendemos ainda que os benefícios idiossincráticos são aqueles que em nada prejudicam os restantes acionistas, não sendo “extraídos à sua custa”. Estes, ao invés, são a legítima recompensa por investimentos específicos do controlador na empresa, *i.e.*, pelo seu empreendedorismo.

Este empreendedorismo frequentemente só tem valor económico quando se verifica uma transação da participação do controlo pela qual o alienante recebe um *prémio* face ao valor de mercado das ações. Sem aquela recompensa, o empreendedorismo será desencorajado e é isso que sucede quando a lei exige a sua partilha pelos restantes acionistas. Desta forma procurámos refutar a teoria de que a erradicação dos BPC fomenta o desenvolvimento económico.

Concluimos, neste sentido que a medida ideal dos BPC assim será aquela em que a extração de benefícios distorcivos e diversivos é impossibilitada, sem que sejam restringidos os idiossincráticos.

Analisámos, sob esta perspetiva, aquelas que considerámos serem as normas do ordenamento jurídico português que, direta ou indiretamente, mais influência têm na limitação da extração de BPC. Desta ponderação concluimos que existem alguns mecanismos com relevância nesse sentido, evitando, em certos casos, a obtenção de

¹³⁰ PACES, cit., p 10 e ss..

benefícios, e permitindo, noutros, a reação dos sócios minoritários àquelas práticas do controlador.

No entanto, o âmbito de aplicação destes mecanismos parece-nos insuficiente face à relevância que, em nossa opinião, deve ser reconhecida aos interesses dos sócios minoritários. Para além das falhas pontualmente apontadas na apreciação de cada uma das normas, salientamos que os regimes que analisámos não reconhecem expressamente uma dicotomia, que na prática é muito frequente, entre os interesses dos sócios minoritários e do sócio controlador.

Cremos assim que a falha sistémica se encontra a montante, *i.e.*, o conjunto dos preceitos analisados não tem, na sua origem, uma ponderação da problemática dos Benefícios Privados do Controlo, pelo que as soluções analisadas compõem um regime tutelar dos minoritários que é, em nossa opinião, excessivamente fracionário e incompleto¹³¹.

Não sendo possível, na economia do presente estudo, teorizar um conjunto de medidas cuja aplicação acautelaria a posição dos sócios minoritários face ao recebimento de benefícios privados pelo controlador, certo é que a pertinência que reconhecemos a este tema pede que esse exercício seja feito noutra sede. Pretendemos assim fixar uma sólida base teórica para que esta problemática possa futuramente ser tida em consideração. Não nos abstermos, porém, de retirar as seguintes conclusões:

- A maior fragilidade do nosso sistema jurídico, quanto à limitação dos BPC, consiste na ausência de uma norma que sujeite os negócios celebrados entre o controlador e a sociedade à aprovação pelos administradores não nomeados por aquele¹³². É por via destes negócios que, como vimos, frequentemente se concretiza a extração de benefícios privados pelo sócio controlador.

- As normas respeitantes às ofertas públicas obrigatórias partem do pressuposto que o valor do controlo é um ativo de todos os acionistas e que a todos deve aproveitar.

¹³¹ Não ignoramos a existência de normas específicas de tutela dos minoritários. Porém, a maioria destas normas estão relacionadas com o direito à informação, sendo pouco relevantes para o problema analisado. Vd. PAULO OLAVO CUNHA, cit., pp. 118-120.

¹³² Este, como referimos, não seria o modelo perfeito, uma vez que os restantes membros da administração podem estar sujeitos a pressões por parte do sócio controlador. No entanto, submetê-los à aprovação pelos sócios minoritários seria demasiado intrusivo na gestão normal da empresa. Vd. JOSÉ FERREIRA GOMES, *Conflitos...*, pp. 75-213.

No entanto, estas normas limitam os BPC idiossincráticos do controlador, desincentivando o empreendedorismo, sendo economicamente ineficientes.

- A efetiva aplicação da lei é gravemente prejudicada pela morosidade dos processos judiciais (sobretudo nos tribunais de comércio) e pelos custos inerentes ao seu acesso, resultando numa dificuldade acrescida da tutela pública do funcionamento das sociedades. Este fator, aliado à insuficiência da aplicação de certas regras criadas para esse efeito, por parte das entidades de supervisão (quando aplicável), facilita a extração impune de BPC distorcivos e diversivos, com natural destruição de valor dos investidores.

Por fim, é com base nestes pressupostos que reforçamos que este tema tem o maior interesse prático em *Corporate Governance*, particularmente em Portugal, e que acreditamos que lhe será dada maior atenção. Ressalvamos porém que, à partida, não se deverá desejar um mercado disperso a todo o custo, devendo este moldar-se segundo padrões de eficiência, uma vez que a proteção devida dos sócios minoritários se encontre assegurada.

BIBLIOGRAFIA

1. Nacional

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, AA.VV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* – Volume I, Almedina, 2010

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, AA.VV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* – Volume III, Almedina, 2011

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, AA.VV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário* – Volume IV, Almedina, 2012

AMARAL, DIOGO FREITAS DO, *Curso de Direito Administrativo*, vol. I, 3ª ed., Almedina, 2008

ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *A empresa como objecto de negócios - "Asset Deals" versus "Share Deals"*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ISSN 0870-8118. Vol. 2/3, n.º 68, 2008

ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA, *O Direito – introdução e teoria geral*, 13º ed. refundida, 2005

CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Almedina, 2011

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *A Lealdade no Direito das Sociedades*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, ISSN 0870-8118. Vol. 3, n.º 66, 2006, pp. e 1033 e ss.

CUNHA, PAULO OLAVO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ª ed., Almedina, 2012

ESPERANÇA, JOSÉ PAULO, Ana Sousa, Elisabete Soares, Ivo Pereira, *Corporate Governance no Espaço Lusófono*, Texto, 2011

GOMES, JOSÉ FERREIRA, *Conflitos de interesses entre acionistas nos negócios celebrados entre a sociedade e o seu acionista controlador*, in *Conflito de interesses no direito societário e financeiro*, AA.VV., Almedina, 2010 pp. 75-213

GOMES, JOSÉ FERREIRA, *Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei n.ºs 158/2009 e 185/2009*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número 33, 2009

OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade - Por um Critério Unitário de Solução do "Conflito do Grupo"*, Almedina, 2012

RIBEIRO, NUNO ANDRÉ DA COSTA, *O efeito-controle no prémio pago em tomadas de posições accionistas*, texto policopiado, Tese de Mestrado em Ciências Empresariais, Finanças, FEUP, 2006

VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *A participação social nas sociedades comerciais*, Almedina, 2005

CMVM, Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, 2012

2. Estrangeira

BARCLAY, MICHAEL J. e CLIFFORD G. HOLDERNESS, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, in *Journal of Financial Economics* 25, 1989 pp. 371-395.

BARCLAY, MICHAEL J. e CLIFFORD G. HOLDERNESS, *Private Benefits from Control of Public Corporations*, in *Journal of Financial Economics* 25, 1989

DAMMANN, JENS, *Corporate Ostracism - Freezing Out Controlling Shareholders*, in *The Journal of Corporation Law*, vol. 33:3, 2009, pp. 682-744

DJANKOV, SIMEON, RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES e ANDREI SHLEIFER, *The Law and Economics of Self-Dealing* e o relatório *Portugal – Doing Business 2013*

DOIDGE, CRAIG, *U.S. Cross-listings and the Private Benefits of Control: Evidence From Dual Class Firms*, University of Toronto Working Paper, 2003

DYCK, ALEXANDER e LUIGI ZINGALES, *Private Benefits of Control: an International Comparison*, in *National Bureau of Economic Research*, 2002

EHRHARDT, OLAF e ERIC NOWAK, *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)*, in *EFA 2003 Annual Conference Paper No. 809*, 2003

ENRIQUES, LUCA e PAOLO VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 1, pp. 117-140, Winter 2007

FILATOTCHEV, IGOR e TOMASZ MICKIEWICZ, *Ownership Concentration, 'Private Benefits of Control' and Debt Financing*, in *Working Paper no. 4*, Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe, UCL, 2001

GROSSMAN, SANFORD J. e OLIVER D. HART, *Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1., Spring, 1980, pp. 42-64

HANOUNA, PAUL, ATULYA SARIN e ALAN C. SHAPIRO, *Value of Corporate Control: Some International Evidence*, *Working Paper No. 01-4*, USC Marshall School of Business, 2001

HOLDERNESS, CLIFFORD G., *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, FRBNY, *Economic Policy Review*, Abril de 2003

JENSEN, MICHAEL C., *Agency Costs of Free-Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *American Economics Review*, Vol. 76, 1986, pp. 323-329

JOHNSON, SIMON, RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES e ANDREI SHLEIFER, *Tunneling*, in *American Economic Review*, Vol. 90

LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, *Investor protection and corporate governance*, in *Journal of Financial Economics* 58, 2000

LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998, Vol. 106, pp. 1113-1155

NENOVA, TATIANA, *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics* 68, 2003

PACCES, ALESSIO M., *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control*, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 131/2009, 2009

SHLEIFER, ANDREI e ROBERT W. VISHNY, *A survey of corporate governance*, in *Journal of Finance* 52, 1997, 737-783